

Jan 20 1997
Université des Sciences et Technologies de Lille

Institut d'Administration des Entreprises



SPECIFICITES DES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION COMME ACTIFS PATRIMONIAUX.

LE TIMBRE-POSTE VALEUR UNIVERSELLE.

Thèse pour le Doctorat en Sciences de Gestion

(nouveau régime)

Présentée et soutenue publiquement par

Marc FEUILLOLEY

Le 14 décembre 1996

Jury :

Président : **M. Alain DESREUMAUX**
Professeur à l'Institut d'Administration des Entreprises
Université des Sciences et Technologies de Lille

Rapporteurs : **M. Victor GINSBURG**
Professeur à l'Université Libre de Bruxelles

M. Michel LEVASSEUR
Professeur à l'Ecole Supérieure des Affaires
Université de Lille 2

Suffragants : **M. Philippe OPIGEZ**
Maître de Conférences à l'Institut d'Administration des Entreprises
Vice-Président de l'Université des Sciences et Technologies de Lille

M. Jean VARGA
Président de l'Association internationale des éditeurs de catalogues de timbres-poste (A.S.C.A.T.)
Responsable des cotations des catalogues Yvert & Tellier

M. Eric VATTEVILLE
Professeur à l'Université de Rouen

Directeur de
recherche : **M. Jean-Pierre RAMAN**
Professeur à l'Institut d'Administration des Entreprises
Université des Sciences et Technologies de Lille



L'Université n'entend donner aucune approbation ni aucune improbation
aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions devront être considérées comme
propres à leurs auteurs.

Je remercie le

Professeur Jean-Pierre RAMAN

pour ses précieux conseils.

INTRODUCTION GENERALE

INTRODUCTION GENERALE

L'analyse des placements en oeuvres d'art et objets de collection a été remise au goût du jour par des travaux tels que ceux de W. BAUMOL, W. POMMEREHNE et B. FREY, ou V. GINSBURGH. Les résultats obtenus sont parfois contrastés, mais ces études ont, en tout état de cause, le mérite de s'intéresser à une catégorie de biens souvent laissée dans l'ombre dans les ouvrages consacrés à la gestion de patrimoine. Cet oubli est d'autant plus surprenant que les tableaux, sculptures, meubles anciens, collections de timbres-poste... peuvent représenter une fraction non-négligeable du patrimoine de certains particuliers. On peut toutefois avancer plusieurs raisons pour expliquer ce phénomène.

Tout d'abord, cette catégorie d'actifs souffre d'être mal connue. L'INSEE peut déterminer avec précision la part des actifs financiers (actions, obligations, SICAV...) ou de l'immobilier dans le patrimoine des ménages, mais cela se révèle impossible lorsque l'on aborde le domaine des objets d'art et de collection. En effet, d'une part, il n'existe aucun inventaire permettant de calculer les stocks existants ; d'autre part, il est très difficile de suivre les transactions relatives à ces biens. En l'absence d'informations objectives, on pourrait d'ailleurs être tenté de considérer cette forme de placement comme vraiment négligeable. Mais cette vision des choses ne semble pas compatible avec le volume des transactions observé sur le marché de l'art, même si ce dernier connaît des difficultés depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Le commerce des oeuvres d'art et des objets de collection fait vivre des milliers de négociants (de la galerie de peinture à l'antiquaire, en passant par les nombreux marchands de timbres ou de monnaies anciennes), et les salles de ventes aux enchères de l'Hôtel Drouot bénéficient d'un taux de fréquentation tout à fait satisfaisant. Ce phénomène est par ailleurs confirmé au niveau international par les résultats des « Auctionners » anglo-saxons : Christie's et Sotheby's. Le manque d'information explique donc les difficultés rencontrées pour intégrer cette catégorie d'actifs, lors de l'analyse des patrimoines des particuliers, mais cela ne justifie pas qu'on les occulte totalement lors de la définition d'une stratégie patrimoniale.

On peut cependant avancer un autre argument, d'ordre méthodologique cette fois, pour expliquer que ces biens soient si souvent oubliés en gestion de patrimoine. En effet, les objets d'art et de collection sont caractérisés par une grande hétérogénéité. Comparer deux toiles de deux peintres différents, ou même deux toiles d'un même peintre, en terme de valeur financière, est un exercice très difficile. Dès lors, les nombreuses techniques mises au point pour analyser la rentabilité et le risque des placements financiers se révèlent inadaptées lorsque l'on s'intéresse à des biens marqués par de grandes différences de qualité, avec toute la subjectivité qui caractérise cette notion. Cela explique certainement le retard rencontré dans ce domaine, mais, à nouveau, ne justifie pas une totale mise à l'écart, en particulier lorsque l'on considère les progrès réalisés récemment. En effet, comme nous l'avons indiqué précédemment, un certain nombre d'auteurs, à commencer par W. BAUMOL au milieu des années quatre-vingts, ont défini et mis en oeuvre des méthodologies adaptées à l'analyse des placements en objets d'art et de collection. Certes, les résultats obtenus ont parfois du

mal à intégrer toutes les variables explicatives de la valeur, en particulier les différentes formes de satisfaction psychologique (plaisir esthétique, plaisir du collectionneur, besoin de reconnaissance sociale...). Néanmoins, il est désormais possible, sous certaines réserves, de comparer les performances de certains objets d'art et de collection avec celles des actifs plus traditionnels, tels que les actions ou les obligations, par exemple.

L'objectif de cette thèse va donc être, dans une première partie, d'intégrer les placements en objets d'art et de collection dans le cadre d'une gestion de patrimoine optimale. A cet effet, il nous faut, dans un premier chapitre, proposer une définition du patrimoine, qui soit adaptée aux besoins de la gestion de patrimoine (section I), puis rappeler les principes de cette technique, dont le développement est assez récent (section II).

Ensuite, le deuxième chapitre permettra, d'une part, de faire un tour d'horizon des sept familles traditionnelles de placement (immobilier, produits d'assurance, actions, obligations, produits à taux garantis, O.P.C.V.M., or) (section I), d'autre part, de recenser et de classer les critères de comparaison des produits de placements (rentabilité, risque, liquidité...), dans la perspective d'établir une typologie de ces produits qui réponde aux besoins des investisseurs (section II).

Enfin, le troisième chapitre cherche à montrer que les objets d'art et de collection peuvent être évalués avec les mêmes critères que les autres placements, mais également qu'ils se comportent honorablement dans l'hypothèse d'une comparaison

avec ces derniers. Dans cette optique, la première étape consiste à identifier précisément cette catégorie d'actifs, qui est trop souvent rangée sous la rubrique « biens divers », avec d'autres formes de placement à haut risque (conteneurs, diamants, « parts de vaches laitières »...), alors qu'elle ne possède que peu de points communs avec ces derniers (section I). Les deux étapes suivantes sont consacrées à l'analyse des performances de certains objets d'art et de collection, tout d'abord selon le critère de la rentabilité, puis en fonction du couple rentabilité-risque (section II et III). Cependant, seuls quelques éléments de cette catégorie de placement ont été l'objet d'une étude rigoureuse : il s'agit surtout des peintures, mais on peut également citer les estampes, les vins, et les meubles d'époque. Les résultats obtenus sont fort intéressants, mais il serait évidemment intéressant de compléter cette liste en étudiant de manière plus précise une autre forme de placement.

Notre choix s'est porté sur le timbre-poste de collection dans la mesure où ce bien est certainement le plus collectionné, et où il possède un certain nombre de caractéristiques originales, que nous souhaitons présenter dès maintenant, mais qui seront analysées plus en détail à la fin de ce chapitre (section IV).

Tout d'abord, le timbre-poste de collection est beaucoup plus liquide que la plupart des autres objets d'art et de collection. On explique ce phénomène par le fait que les timbres, même ceux qui possèdent une valeur unitaire importante (plusieurs milliers ou dizaines de milliers de francs), existent en de nombreux exemplaires. La principale conséquence étant une fréquence d'échange beaucoup plus élevée que pour des biens qui n'existent qu'en un seul exemplaire.

De plus, phénomène unique, on a vu apparaître, en même temps que les premiers collectionneurs, des catalogues proposant une valeur d'échange pour chaque timbre, sous forme d'une cote. Ces catalogues ont accompagné le développement du commerce philatélique et l'un d'entre eux vient même de fêter son centenaire. Certes, une cote n'est pas un prix de vente ; mais il apparaît que dans le cas du timbre-poste, celle-ci sert systématiquement de valeur de référence lors d'une négociation. On pourrait donc, sous réserve de vérifier certaines hypothèses, utiliser cette cote comme un indicateur de l'évolution du marché philatélique. L'intérêt pratique réside dans le fait que cette cote, publiée annuellement depuis un siècle, nous permet de travailler sur des séries statistiques homogènes, ce qui n'est pas possible avec la plupart des autres objets d'art et de collection.

Enfin, on peut justifier le choix du timbre-poste comme sujet d'étude par l'existence d'une méthode de vente originale, qui n'est utilisée que par les négociants en timbres : la vente sur offres. On pourrait comparer cette dernière à une sorte de vente aux enchères, qui se déroulerait uniquement par correspondance. Cette forme de transaction s'est beaucoup développée ces dernières années, mais il est surtout intéressant de remarquer que le commerce philatélique est certainement le seul à avoir créé et maintenu une méthode originale de vente, qui est à l'origine de plusieurs dizaines de milliers de transactions chaque année. Pour toutes ces raisons, nous avons choisi de compléter l'étude de la gamme des placements en objets d'art et de collection, en analysant l'opportunité d'un investissement en timbres-poste de collection, dans la deuxième partie de cette thèse.

D'un point de vue théorique, notre principal objectif est donc de démontrer que les placements en objets d'art et de collection peuvent (et doivent) être pris en compte lors de la définition d'une stratégie patrimoniale. D'un point de vue pratique, l'analyse d'un objet de collection bien spécifique, le timbre-poste, va permettre de vérifier si ce dernier est effectivement un bon placement. Pour cela, il faut vérifier que deux conditions sont réunies : d'une part, que ce bien est échangé sur un marché efficient ; d'autre part, qu'il réalise des performances comparables à celles des autres placements. Ces deux aspects sont étudiés successivement dans la deuxième partie de cette thèse.

Toutefois, au-delà de cette dimension pratique, cette deuxième partie présente également un triple intérêt méthodologique. En effet, le premier chapitre est consacré à l'analyse de l'efficience sur le marché du timbre-poste de collection. Celle-ci se place tout d'abord d'un point de vue qualitatif, nous étudierons successivement, l'atomicité (section I), la liquidité (section II), et la transparence (section III), mais elle se place également d'un point de vue quantitatif, puisqu'il a été possible de procéder à un test de l'efficience sous sa forme faible, ce qui est très rare avec cette catégorie de biens (section IV). Il s'agit là du premier apport méthodologique.

Ensuite, le deuxième chapitre cherche à évaluer les performances d'un placement en timbres-poste de collection en fonction du couple rentabilité-risque. Dans une première étape, nous avons passé en revue les ouvrages qui se sont intéressés à la dimension économique d'une collection de timbres (section I). Cependant, les

informations recueillies n'étant pas suffisantes, nous avons essayé de construire un indice synthétique, intitulé « TP 82 », qui permette de suivre l'évolution du prix des timbres de collection à partir de leurs cotes. Les calculs ont été réalisés sur la période 1949-1994 et doivent nous permettre d'estimer le rendement et le risque attachés à ce placement (section II) ; c'est le deuxième apport méthodologique. Le troisième intérêt méthodologique apparaît, lui, dans la dernière étape, lors de la construction d'un nouvel indice calculé grâce aux régressions hédonistiques. Cette méthode possède deux propriétés essentielles pour notre étude : d'une part, elle prend en compte les différences de qualité, d'autre part, elle nous permet de travailler avec les prix de vente effectifs, et non plus avec les cotes. Cette technique a déjà été utilisée pour suivre l'évolution du prix des peintures, des estampes, ou du vin, et semble adaptée à l'analyse d'un bien comme le timbre-poste de collection, mais il faudrait le confirmer statistiquement. Il sera par ailleurs intéressant de vérifier si les résultats obtenus par ce nouvel indice, théoriquement plus près de la réalité, sont cohérents avec ceux obtenus par le « TP 82 », afin de confirmer, ou non, la validité de ce dernier.(section III).

PREMIERE PARTIE :

LES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION
SONT-ILS DES VALEURS DE PLACEMENT ?

CHAPITRE I :

LA GESTION DE PATRIMOINE

« MODERNE »

PREMIERE PARTIE : LES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION SONT-ILS DES VALEURS DE PLACEMENT ?

CHAPITRE I : LA GESTION DE PATRIMOINE « MODERNE »

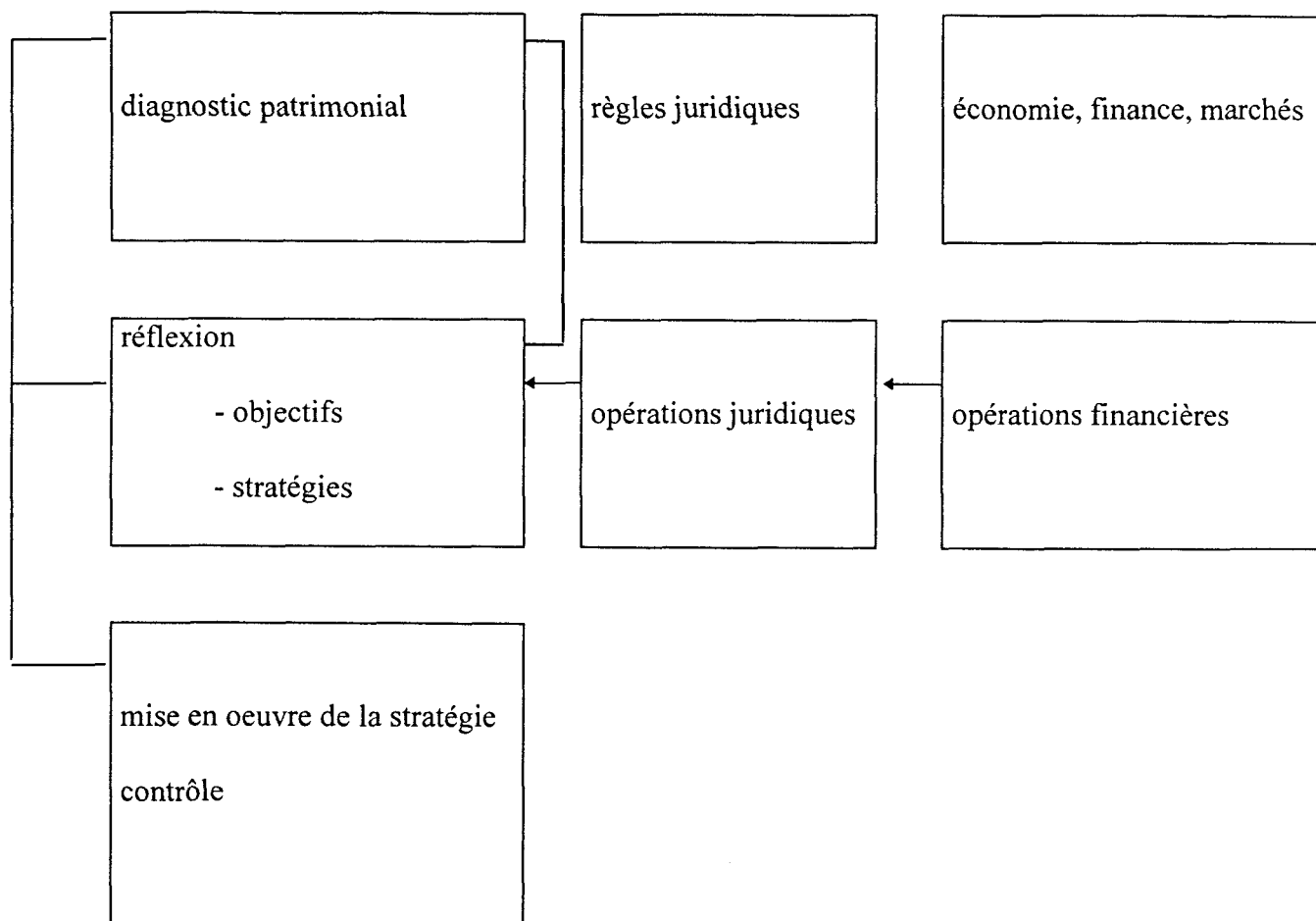
La gestion de patrimoine n'est considérée comme une discipline à part entière que depuis très peu de temps. B. PAYS¹ analyse ce phénomène de la manière suivante : « Usuellement définie par la science économique comme la fraction du revenu non consommée, l'épargne revêt un caractère résiduel qui la confine dans un rôle secondaire par rapport à la consommation. Point de vue logique lorsque le revenu ne permettait d'assurer guère plus que le minimum de subsistance, mais devenu sans fondement avec l'élévation du niveau de vie. » Ainsi aura-t-il fallu attendre que la plupart des ménages puissent épargner pour que la gestion de patrimoine se développe. Bien sûr, cela n'exclut pas la mise en oeuvre de certaines techniques de gestion de patrimoine par une minorité d'agents économiques qui possédaient des « fortunes » avant cette époque, et qui procédaient à des placements. Mais la gestion de patrimoine en tant que science, avec ses techniques et ses méthodes, ne s'est affirmée au vingtième siècle qu'avec la conjonction de plusieurs facteurs :

¹ PAYS (Bruno) : « La gestion de patrimoine », P.U.F , QUE SAIS-JE ? , 1992, p.3.

- l'existence d'une croissance durable ;
- l'amélioration des techniques financières grâce à l'informatique et à la télématique ;
- l'apparition de nombreux produits de placements répondant à des besoins de plus en plus diversifiés et précis ;
- la complexité croissante du cadre juridique et fiscal qui accompagne ces placements et la nécessité pour les particuliers de recourir aux conseils des professionnels ;
- la prise de conscience par les professionnels de la banque et de la finance de la nécessité de proposer des nouveaux services, en particulier dans ce domaine ;
- l'évolution du rapport à l'argent dans les mentalités, avec le passage d'une certaine réserve à une soudaine fascination pour « la Bourse » et les placements.

Afin de mieux cerner la notion de gestion de patrimoine et son champ d'application, H. MONIN¹ propose de rappeler les principes d'une démarche patrimoniale à partir d'un schéma (schéma 1) :

¹ MONIN (Henry) : « Gestion de patrimoine, Tome 1, Développer et gérer un patrimoine », SEFI, 1992, p.1.



SCHEMA 1

Le point de départ est donc le diagnostic patrimonial qui met en évidence, d'une part, la situation actuelle, d'autre part, la situation espérée. A partir de ce constat on établit les objectifs qui permettront d'atteindre la situation espérée, et on élabore une stratégie qui prend également en compte les contraintes externes. Enfin, on met en oeuvre la stratégie définie ainsi que les systèmes de contrôles adéquats.

Les différentes étapes de cette démarche qui fondent les principes de la gestion de patrimoine seront étudiées ultérieurement (SECTION II) ; mais il est indispensable de définir, préalablement, la notion de patrimoine, et de préciser la composition et la répartition des patrimoines français (SECTION I).

SECTION I : LE PATRIMOINE

I) LA NOTION DE PATRIMOINE

A) L'ANALYSE DU PATRIMOINE

Lorsque l'on cherche une définition du mot « patrimoine » on constate immédiatement un contraste étonnant entre, d'une part, l'existence d'une définition juridique apparemment précise, et, d'autre part, l'extrême confusion qui règne dans ce domaine. A ce sujet, on peut citer B. PAYS¹ : « Le patrimoine est une expression galvaudée, victime de nombreux abus de langage : son invocation est aussi contestable lorsqu'elle s'applique à l'humanité (UNESCO), à la nation (INSEE) ou qu'elle en appelle à l'Histoire (...) ; seule en effet, une personne dotée de la personnalité juridique (de l'individu à l'Etat, en passant par les sociétés commerciales et les administrations) peut être titulaire d'un patrimoine. »

De la même manière, on peut rappeler les remarques de A. BABEAU² : « Une **définition difficile**. Dans une acception purement juridique, le patrimoine est l'ensemble des droits et des charges d'une personne, appréciables en argent. L'excédent des droits sur les charges constitue le patrimoine net. Il peut naturellement s'agir du patrimoine détenu par une personne physique (...) mais même dans ce cas, plutôt simple, on rencontre de sérieuses difficultés pour fixer de façon précise les limites de l'actif et du passif patrimonial. L'ensemble des droits de propriété paraît *a priori* devoir être pris

¹ Op. cit., p.10.

² BABEAU (André) : « Le patrimoine des français », éditions La découverte , REPERES , 1989, p.9.

en considération. (...) Mais les difficultés ne tardent pas à apparaître : les achats de biens durables autres que les logements (automobiles, par exemple) font partie en comptabilité nationale, de la consommation et non de l'épargne, ils ne devraient donc pas figurer dans le patrimoine. (...) Plus difficile encore, l'inclusion des droits à la retraite. La question renvoie à la distinction maintenant traditionnelle, (...) entre le patrimoine humain, et le patrimoine non humain. Le patrimoine humain, selon Milton FRIEDMAN, correspond à la valeur actualisée des revenus d'activité perçus sur l'ensemble du cycle de vie ; or les pensions de retraite sont en quelque sorte le prolongement des revenus d'activités : leur valeur actualisée représente donc une partie du patrimoine humain. Si l'on veut s'en tenir au seul patrimoine non humain - valeur du stock d'actifs possédés à un moment donné, indépendamment des flux de revenus d'activité à percevoir dans l'avenir - il n'y a sans doute pas lieu de se préoccuper des droits à la retraite. »

A la lumière de ces réflexions, il semble évident que l'on ne peut donc pas se contenter de la définition juridique du patrimoine si l'on veut cerner cette notion dans son intégralité et dans sa complexité. Il faut lui préférer une analyse qui prenne en compte plusieurs approches : juridiques, économiques et fiscales.

1) L'approche juridique

Afin d'approcher le patrimoine sous l'angle juridique, A. DEPONDT¹ rappelle la définition du patrimoine donnée par PLANIOL : « Le patrimoine est l'ensemble des droits et obligations liés à une personne et appréciables en argent » ou plus joliment, « Une personne peut posséder fort peu de choses, n'avoir ni droits ni biens d'aucune sorte ou même, comme certains aventuriers, n'avoir que des dettes : elle a néanmoins un patrimoine. Patrimoine ne signifie pas richesse ; un patrimoine ne renferme pas nécessairement une valeur positive ; il peut être comme une bourse vide et ne rien contenir... »

A. DEPONDT rappelle aussi que le concept juridique de patrimoine implique qu'il n'existe pas de bien qui n'ait un ou plusieurs propriétaires et qu'en dépit des atteintes qui lui sont portées, l'unicité du patrimoine est encore la règle. En conséquence, le gestionnaire de patrimoine doit toujours tenir compte de l'indissociabilité des droits et des obligations et de leur attachement à la personne sujet de droit. De plus, en termes juridiques, un patrimoine se compose de droits et non de biens. Ces droits s'exercent sur des biens et sont appréciables en argent. On ne peut limiter le patrimoine à la propriété de biens, même si exprimé en argent, le droit de propriété est souvent dominant. Il faut y ajouter les autres droits dits personnels - ou droits de créances - qui consistent en la faculté, donnée à une personne d'exiger l'accomplissement d'une obligation par une autre personne. Parmi ces droits de créance

¹DEPONDT (Axel) : « Les techniques de gestion de patrimoine Guide juridique et fiscal », MAXIMA , Institut notarial du patrimoine , 1993, p.21.

il faut citer les droits de propriété « littéraire ou artistique » et « industrielle », et le droit au bail. Ils sont plus ou moins aisément appréciables en argent, et peuvent représenter une part considérable du patrimoine.

Néanmoins, de nombreux auteurs, comme P.M. Guillon et J.J. Lengaigne¹, précisent que dans la pratique « droit » a la même signification que « bien », et « obligation » est synonyme de « dette ».

Cette approche juridique apporte des éléments de réponse mais ne délimite pas strictement le cadre du patrimoine. Afin d'être plus précis, on peut se référer à la pratique et constater que la gestion de patrimoine retient une définition extrêmement large et surtout dynamique du patrimoine. Sont pris en compte tous les droits et toutes les dettes à un moment précis, mais aussi tous les droits et toutes les dettes pour lesquels il existe des certitudes dans le futur, même si le délai n'est pas connu à l'avance : droits à la retraite, héritages..., et la fiscalité qui y est attachée.

On retiendra donc une acception en termes de droits et d'obligations, mais dans sa dimension la plus large, et qui intègre le futur..

¹GUILLON (Pierre-Marie) et LENGaigne (Jean-Jacques) : « Memento des professionnels du patrimoine 1991 », PATRIMOINE MANAGEMENT & TECHNOLOGIES , 1991, par.01 01

2) L'approche économique

Si l'on se place maintenant sous un angle économique, l'objectif n'est plus tant la définition du patrimoine (on ne retient que les biens susceptibles d'appropriation : immobilier, valeurs mobilières, oeuvres d'art, biens de consommation), que l'évaluation de son montant et l'étude des facteurs qui influencent son évolution. A. DEPONDT¹ indique que si l'on considère un patrimoine privé, on constate que son évolution, en terme de volume, est soumise essentiellement à deux séries de facteurs qui en modifient l'importance : d'une part, l'érosion, l'usure, l'obsolescence ou au contraire la plus-value qui sont des facteurs endogènes ; et d'autre part, l'accumulation ou au contraire la dissipation qui sont des facteurs exogènes. Tout bien, quel qu'il soit, subit l'usure du temps et toute masse peut s'accroître par adjonction d'éléments nouveaux.

Du côté des facteurs endogènes, on trouvera les variations de prix ou les effets de l'usure. Du côté des facteurs exogènes, on trouvera l'épargne comme facteur d'accroissement et la fiscalité comme facteur de diminution. Les ressources de l'accumulation sont l'épargne et l'endettement. En réalité, le patrimoine net ne peut exister que par l'épargne puisque celle ci sert à annuler l'endettement : seul le solde, s'il est positif, accroîtra le patrimoine.

En ce qui concerne l'évaluation d'un patrimoine, on retrouve ici le débat sur la valeur qui ne sera pas clos en quelques lignes. Il faut surtout retenir qu'en gestion

¹ Op. cit., p.28.

de patrimoine, on retient généralement la valeur vénale ou prix de marché. C'est-à-dire le prix considéré comme raisonnable par l'acheteur et le vendeur étant donné l'état actuel du marché. Ceci suppose évidemment qu'il existe un marché, et si cette condition est facilement vérifiée pour de nombreux biens (immobilier, or, titres cotés), elle ne l'est pas pour tous : en particulier les titres non cotés. On peut, à ce sujet, se référer aux travaux de J.P. RAMAN¹ sur l'évaluation des parts sociales et des actions de sociétés non cotées : « Le produit "part sociale" n'est pas du tout homogène par rapport à une action de grande société cotée,

- Tout le capital d'une P.M.E. vaut ce que vaut la P.M.E..
- La majorité des parts vaut au moins au *prorata*.
- Une minorité de blocage vaut un peu moins que le *prorata*.
- Une minorité sans blocage ne vaut pas grand chose.
- Une part unique ne vaut quasiment rien. »

Cette remarque prend toute son importance quand on connaît la très faible proportion de sociétés cotées à la bourse de Paris et les difficultés, essentiellement liées au manque de liquidité, que rencontre le second marché.

Si l'on prend également en compte les entreprises individuelles, les exploitations agricoles et les professions libérales, et si l'on considère l'importance de ces actifs dans le patrimoine des particuliers propriétaires de leurs outils de travail, on se rend compte de la difficulté à évaluer un patrimoine. Un fonds de commerce n'a de

¹RAMAN (Jean-Pierre) : « Coût et structure des ressources et comportement financier des P.M.E. », Thèse pour le doctorat d'état ès sciences de gestion, Lille, septembre 1981.

valeur que s'il peut trouver un éventuel repreneur. Lorsqu'un commerce ou une exploitation agricole cesse son activité sans trouver de successeur, la valeur vénale s'avère nulle. Le problème ne se trouve évidemment pas simplifié si l'on songe qu'en gestion de patrimoine, il faut également déterminer la valeur future d'un bien.

Cette approche économique du patrimoine a le mérite de préciser les facteurs qui influencent l'importance du patrimoine et de poser le problème de son évaluation, à défaut de proposer une réponse exacte. Il faut néanmoins noter que le gestionnaire de patrimoine doit, pour sa part, apporter une réponse malgré toutes les précautions qui s'imposent. A l'issue du diagnostic patrimonial, le client et son conseil ont besoin d'une évaluation chiffrée de la situation actuelle et de la situation future afin de définir la stratégie. La prise en compte des limites énoncées précédemment permet néanmoins de relativiser les hypothèses émises à cette occasion.

3) L'approche fiscale

L'approche fiscale du patrimoine nous rappelle l'existence de deux visions du patrimoine : la vision statistique dans laquelle le patrimoine est l'ensemble des biens et des dettes d'une personne à un moment donné, et la vision dynamique qui intègre l'ensemble des flux qui affectent ce patrimoine. Cependant, celle-ci reste partielle puisqu'elle ne s'intéresse qu'aux éléments qui peuvent être taxés, c'est-à-dire les biens et non pas les dettes, et les flux correspondants à des revenus et non pas à des décaissements.

Ces deux catégories d'éléments sont taxées ; il existe une fiscalité sur les revenus et une fiscalité sur le capital.

La France pratique un impôt unique sur le revenu mais on recense plusieurs catégories de revenus :

- Les traitements, salaires, pensions et rentes viagères ;
- Les bénéfices industriels et commerciaux (B.I.C.) ;
- Les bénéfices agricoles (B.A.) ;
- Les bénéfices non commerciaux ;
- Les revenus de capitaux mobiliers ;
- Les revenus fonciers ;
- Les plus values.

La fiscalité sur le capital regroupe pour sa part :

- L'impôt foncier ;
- Les droits de mutation à titre gratuit ou onéreux ;
- Les droits d'enregistrement ;
- L'impôt de solidarité sur la fortune (I.S.F.).

Il ne s'agit pas de détailler chacun de ces impôts avec ses modalités de fonctionnement ; mais de montrer de quelle manière l'administration fiscale analyse la notion de patrimoine. La première raison est l'incidence de la fiscalité sur les choix réalisés en gestion de patrimoine ; le critère fiscal est souvent essentiel lors d'une prise de décision si l'on ne veut pas perdre en impôt tout le bénéfice de l'opération. La

seconde est de proposer une première typologie des éléments qui constituent le patrimoine sous sa forme dynamique, cette classification fiscale influençant indirectement toutes les autres typologies.

Les paragraphes précédents montrent à quel point la notion de patrimoine est sujette aux interprétations. Il faut cependant retenir une définition, qui à défaut d'être idéale, correspond aux exigences de la gestion de patrimoine ; c'est l'objet du prochain point.

B) UNE DÉFINITION DU PATRIMOINE.

Plutôt qu'une définition littérale ; les gestionnaires de patrimoine proposent généralement une liste des éléments à retenir en se basant sur la distinction essentielle entre les **droits** (les **biens**) aussi appelés **avoirs**, qui correspondent à l'actif, et les **obligations** (les **dettes**) qui correspondent au passif.

H. MONIN¹ classe les avoirs en quatre catégories selon une liquidité croissante :

- les titres représentant des biens professionnels ;
- les biens personnels (immobiliers d'habitation et de loisirs ; biens durables) ;
- les placements ;
- la trésorerie.

¹ Op. cit., tome 1, p.4.

L'auteur précise que les biens professionnels ne sont pas classés sous la rubrique placements car ce sont des investissements qui permettent une activité pour la famille et génèrent des revenus ; ils ont par définition une certaine pérennité. Par ailleurs, les biens personnels ont essentiellement une valeur d'usage, qui comprend la jouissance et des facteurs psychologiques qui l'emportent sur les critères de rentabilité. L'acquisition d'un bien personnel représente une finalité. Par opposition, les placements sont des moyens pour développer les ressources en vue de réaliser des objectifs professionnels et personnels.

De l'autre côté, le passif est classé en 3 grandes catégories :

- dettes à long terme : prêts immobiliers ;
- dettes à court terme : prêts personnels, crédits relais ;
- trésorerie passive : emprunts de trésorerie, crédit revolving, découverts...

Pour leur part, P.M. Guillon et J.J. Lengaigne¹ proposent dans un premier temps un découpage plus horizontal, en distinguant le patrimoine privé, le patrimoine professionnel et le patrimoine social.

Le patrimoine privé est composé des éléments :

- que nous constituons délibérément ;
- dont nous disposons librement ;
- que nous gérons nous-mêmes.

¹ Op. cit., par.01 01.

Par exemple la résidence principale et les emprunts immobiliers qui s'y attachent ou les placements.

Le patrimoine professionnel est composé des éléments qui sont liés à l'exercice de l'activité professionnelle : salaires, fonds de commerce, dettes liées à l'activité professionnelle.

Le patrimoine social est composé des éléments :

- que nous ne constituons pas délibérément ;
- dont nous ne disposons pas librement ;
- que nous ne gérons pas nous-mêmes.

Par exemple les droits à la retraite et les impôts.

P.M. GUILLON et J.J. LENGAIGNE complètent ce découpage horizontal par un découpage vertical en Actif et Passif sous forme d'un bilan (schéma 2) car cette représentation est la plus à même de révéler les trois catégories de liaisons qui existent entre les éléments du patrimoine :

- Une liaison entre le crédit et le débit, car les avoirs d'un individu constituent en pratique, et parfois en droit, la garantie de ses engagements.
- Une liaison entre le présent et l'avenir. La possibilité de se constituer des réserves et d'y puiser ultérieurement pour faire face à des dépenses constitue l'un des aspects fondamentaux de la gestion patrimoniale. De plus, la surface financière d'une personne, comme celle d'un ménage s'apprécie tant au regard des avoirs présents que des flux entrants et sortants.

- Une interaction constante entre éléments du patrimoine. Interactions entre placements et ressources, entre l'épargne et les dépenses, entre le crédit et la sécurité familiale.

BILAN	
ACTIF Biens, droits, espérances	PASSIF Obligations, dettes
	<i>Enrichissement potentiel</i>
Biens d'usage et de famille	Dépenses avant retraite
Placements	Dépenses pendant retraite
Héritages probables	Emprunts à rembourser
Rentes à recevoir	Pensions à verser
	Donations
Capital travail	Emprunts professionnels
Entreprise(s), clientèle	
Actifs professionnels divers	
Prestations familiales	IR avant retraite
Epargne collective	IR pendant retraite
Retraites	Droits d'enregistrement
	ISF

HORS-BILAN
<p>Assurances :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Privées, • Professionnelles • Sociales <p>Responsabilités personnelles non assurables</p> <p>Statut matrimonial</p> <p>Dispositions dernières volontés</p> <p>Cautionnements</p> <p>Objectifs personnels et familiaux</p>

SCHEMA 2

Ce schéma, complété par un catalogue des éléments hors-bilan, à prendre néanmoins en compte lors d'une analyse patrimoniale, nous fournit la liste des éléments

constitutifs d'un patrimoine lorsque l'on se place dans l'optique de la gestion de patrimoine.

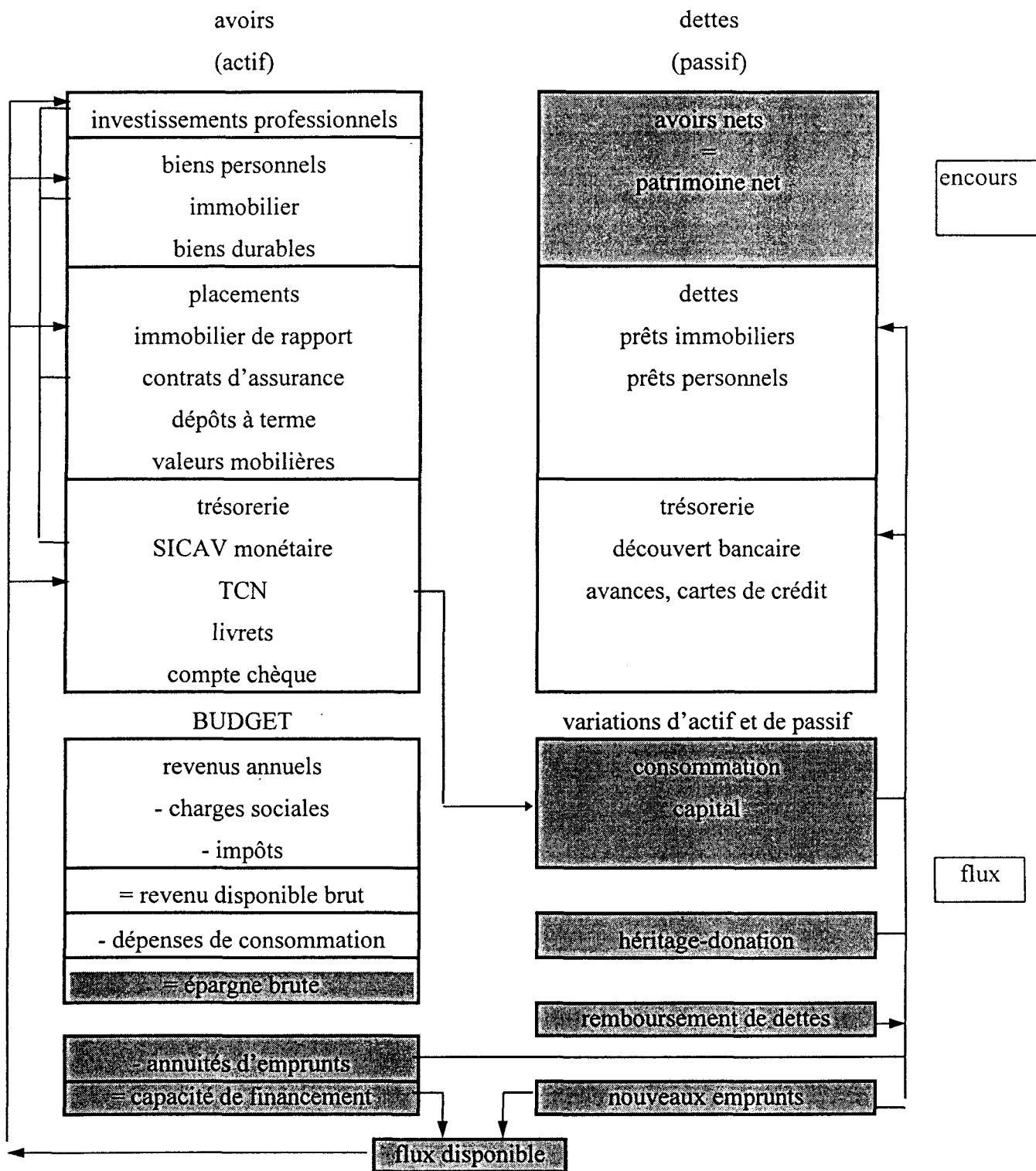
Afin de compléter cette définition il nous faut rappeler les liaisons qui existent entre les éléments du patrimoine qui sont des stocks et les flux modifiant leur valeur.

C) LES RELATIONS ENTRE LES STOCKS ET LES FLUX QUI COMPOSENT LE PATRIMOINE.

L'approche économique du patrimoine évoquée précédemment met l'accent sur la dimension dynamique du patrimoine. Le patrimoine est composé à un instant donné de biens et de dettes, qui sont des stocks, dont la valeur est sans cesse modifiée par des flux : essentiellement l'épargne, c'est-à-dire la part non consommée du revenu, mais aussi les nouvelles dettes et les remboursements qui s'y attachent, ou plus rarement des héritages et des donations reçus ou versés. Il est donc important d'identifier les liens qui existent entre ces stocks et ces flux, afin de déterminer la valeur d'un patrimoine et surtout l'évolution de cette valeur, sous réserve des limites indiquées précédemment en terme d'évaluation.

A cet effet, H. MONIN¹ propose un « schéma du patrimoine et des flux » (schéma 3) qui répond à cet objectif.

¹ Op. cit., tome 1, p.5.



SCHEMA 3

La notion de patrimoine étant définie en terme de contenu et de mode d'évolution, il est maintenant nécessaire d'envisager sa structure et sa répartition.

II) MONTANT, COMPOSITION ET REPARTITION DU PATRIMOINE DES FRANCAIS.

A) MESURE DU PATRIMOINE DES FRANCAIS

Les études relatives au calcul du montant du patrimoine des Français se heurtent à de nombreux obstacles : d'une part, un manque d'information, essentiellement lié aux problèmes de confidentialité ; d'autre part, des difficultés d'évaluation, en particulier des actifs non-financiers, mais aussi de certains biens professionnels. On peut néanmoins se référer au calcul des comptes patrimoniaux réalisé par l'I.N.S.E.E.¹, le dernier datant de 1993. A cette date, l'actif total des ménages, brut d'endettement était estimé à près de 12 000 milliards de francs. Les biens durables, autres que le logement, n'étaient pas compris dans cette évaluation et pouvaient s'élever à plus de 700 milliards de francs. Quant au passif des ménages qui regroupe aussi bien l'endettement à long terme que les crédits de trésorerie et les emprunts accordés aux entrepreneurs individuels, il s'élevait à la même date à plus de 1 300 milliards de francs, soit environ 11% du patrimoine brut. Le patrimoine net des ménages, d'environ 10 700 milliards de francs, pouvait être rapproché de celui des autres agents (sociétés,

¹ cité dans : BABEAU (André), Op. cit., p.20.

institutions financières, administrations) qui s'élevait alors à un peu moins de 7 000 milliards de francs.

Si l'on compare maintenant le patrimoine et les revenus, en prenant comme référence la moyenne arithmétique du revenu disponible des ménages en 1983 et en 1984, le rapport du patrimoine brut au revenu s'élevait fin 1983 à 3,91. Si l'on ne retient que le patrimoine net d'endettement, le rapport tombe à 3.5.

Si la connaissance du montant du patrimoine des français est une information utile pour les gestionnaires de patrimoine, l'analyse de sa composition s'avère encore plus importante.

B) LA COMPOSITION DU PATRIMOINE DES FRANÇAIS.

1) Les éléments qui composent le patrimoine.

Si l'on se réfère au tableau reproduit en annexe I, on constate qu'en 1983, le patrimoine brut des Français comprenait un peu plus de deux tiers d'actifs non-financiers (actifs physiques, actifs incorporels) ; et les logements représentaient, à eux seuls, près de la moitié du total. En 1993, le poids des actifs non-financiers est encore supérieur à 50%, et les logements apparaissent à hauteur de 41%. La prédominance des actifs non-financiers n'est pas un phénomène récent et connaissait une plus grande ampleur lors des siècles précédents. Il n'existe pas de statistiques précises, mais

certaines études montrent¹ qu'à la fin du XVIII^{ème} siècle, le patrimoine national ne comportait que 15% d'actifs financiers. La révolution industrielle et le développement des valeurs mobilières vont infléchir ce rapport, amenant les actifs financiers à hauteur de 25% au XIX^{ème} siècle. Cette proportion restera étonnement stable au cours du XX^{ème} siècle, tout du moins jusqu'aux années 1970. On explique cette stabilité par l'effet dévastateur des deux guerres mondiales sur la valeur des entreprises, par les nécessités de reconstruction qu'elles ont engendrées, et par les différents cycles de hausse des prix, généralement plus favorables à l'immobilier. C'est entre 1970 et 1983 qu'un nouvel infléchissement va amener les actifs financiers à représenter un tiers du patrimoine national. L'apparition de nouveaux produits financiers et la baisse de l'immobilier sont certainement à l'origine de ce phénomène ; mais le développement de la gestion de patrimoine, et donc une démocratisation de l'accès aux marchés financiers, y ont également contribué.

Après avoir étudié l'évolution du rapport entre les actifs financiers et les actifs non-financiers, il est intéressant de regarder en détail les éléments qui composent le patrimoine. Le tableau en annexe II² indique cette composition et son évolution.

On remarque, pour la suite de notre étude, que la notion d'actifs non-financiers est assimilée, d'une part, à l'immobilier (terres, terrains non bâtis, logements,

¹ GOLDSMITH (R.W.) : « Comparative National Balance Sheets - A Study of Twenty Countries, 1688-1978 »,

The University of Chicago Press, 1988. cité dans l'ouvrage d'André BABEAU, *Op. cit.*, p.54.

² Ce tableau propose des données moins récentes que le tableau reproduit en annexe I mais la liste des actifs non-financiers est beaucoup plus détaillée.

autres constructions), et, d'autres part, aux actifs professionnels des entrepreneurs individuels (matériel, cheptel, stocks, actifs incorporels). Cette définition exclut tous les autres biens du champ d'investigation : les biens d'usage courant, qualifiés de « biens durables » par l'INSEE : mobilier, automobiles... ; mais aussi toutes les formes de placements en actifs non-financiers hors immobilier, en particulier les objets d'art et de collection.

Afin de justifier ce choix, l'INSEE précise¹ que le patrimoine des ménages ne comprend pas :

- les biens durables ; par cohérence avec les comptes de flux, leur acquisition est enregistrée en consommation finale des ménages et non en Formation Brute du Capital Fixe ;
- les oeuvres d'art, par manque d'information.

On peut regretter ce choix dans la mesure où les biens durables représentaient 700 milliards de francs en 1983 sur un total de 12 700 milliards si on les prend en compte², soit 5.5 %. On est loin des 50% pour le logement, mais très proche des 6.3 % pour les actions et supérieur au 3.9 % pour les obligations. De même, la non-prise en compte des oeuvres d'art (nous lui préférons pour la suite le terme plus générique d'objets d'art et de collection) par manque d'information n'est pas sans poser de questions sur la validité des résultats présentés. Connaissant la valeur unitaire de ces biens, en milliers ou en millions de francs, et les quantités existantes et échangées (on procède à des ventes aux enchères de manière quotidienne dans plusieurs salles

¹ INSEE : « 25 ans de compte de patrimoine, 1969-1993 », Résultats, Economie Générale, n° 98, 1993.

² Voir. infra p.29

simultanément à l'Hôtel DROUOT) ; il apparaît que les montants occultés dans les statistiques de l'INSEE sont tout à fait conséquents.

On peut cependant expliquer la non-prise en compte des objets d'art et de collection en avançant deux raisons déterminantes. Une première raison est la difficulté à évaluer cette catégorie d'actifs. En effet, les dépôts d'argent liquide et les placements en actifs financiers (actions, obligations) sont extrêmement faciles à évaluer ; il suffit de compter les dépôts ou de consulter les cotes proposées quotidiennement. Dans le domaine de l'immobilier, on publie régulièrement des prix au mètre carré pour toute la France. *A contrario*, pour les objets d'art et de collection cela s'avère beaucoup plus difficile. D'une part à cause de leur diversité, cette dénomination concerne les tableaux, les sculptures, l'argenterie, les meubles et les tapisseries d'époque, les monnaies et les livres anciens, les timbres-poste de collection... ; d'autre part à cause du manque d'information sur leurs valeurs de transaction, celles-ci n'étant pas publiées régulièrement et systématiquement. Ces biens sont dits économiquement non-homogènes, en raison de leur caractère unique. Il est très difficile, voire impossible, de substituer l'une à l'autre deux commodes Louis XV, ou deux toiles de PICASSO. Il faut attendre qu'un objet soit vendu pour connaître sa valeur économique, sachant que les périodicités d'échange sont longues et aléatoires. Jusqu'en 1980, la plupart de ces objets n'étaient vendus qu'une fois tous les vingt ou trente ans en moyenne. La fin des années 1980 a connu une liquidité exceptionnelle dans les salles des ventes, mais le krach qui a rapidement suivi a stoppé ce phénomène. Un bien néanmoins dans cette catégorie se distingue du lot : il s'agit du timbre-poste de collection. En effet, tous les timbres émis en France sont régulièrement cotés depuis la fin du XIX^{ème} siècle. A défaut de

correspondre aux exactement aux prix de vente, ces cotes donnent une base de référence reconnue par tous les collectionneurs, acheteurs ou vendeurs, qui appliqueront ensuite une décote ou une surcote selon l'état du marché et certaines caractéristiques propres à la « pièce de collection » objet de la transaction.

La deuxième raison réside dans la difficulté à suivre et à quantifier les flux de transaction, et plus simplement à déterminer les quantités de ces biens possédés par les acteurs économiques. En effet, depuis la dématérialisation des titres financiers, on connaît au centime près la valeur des actifs financiers détenus par chaque agent économique (annexe III). Dans le domaine foncier, il existe des registres donnant une liste précise des terrains, logements et autres constructions existants. A l'inverse, ce type de recensement n'existe pas pour les autres biens. Tout au plus, les services fiscaux ont-ils connaissance de la possession d'oeuvres d'art par des particuliers ou des entreprises lorsque ceux-ci les ont assurées, les sociétés d'assurances étant obligées de fournir les doubles des contrats à l'administration fiscale. Cela laisse néanmoins dans l'ombre un grand nombre d'objets d'art et de collection que les propriétaires préfèrent prendre le risque de ne pas assurer, afin de conserver la confidentialité. De même, les objets d'art et de collection échangés lors de vente aux enchères sont connus par l'administration fiscale, mais un grand nombre de transactions a lieu de gré à gré.

Il apparaît que l'on se heurte à deux obstacles : d'une part, les stocks d'objets d'art et de collection à un moment donné ne sont pas connus, ou très mal ; d'autre part, les ventes relatives à ces biens sont généralement occultes (nous reviendrons sur ce point ultérieurement, mais dans le domaine de la peinture par

exemple, on estime que 75% des transactions ont lieu en dehors des salles des ventes).

Ainsi peut-on conclure que le manque d'information annoncé par l'INSEE est bien réel. On ne connaît pas les quantités existantes, et la valorisation des biens recensés est toujours un exercice difficile. Il faut cependant indiquer que si ce manque d'information nuit à une prise en compte de ces biens lors de l'établissement des comptes de patrimoine au niveau macro-économique, il ne doit pas empêcher leur intégration, comme outils, lors de la conception et de la mise en oeuvre d'une stratégie patrimoniale.

Les éléments qui composent le patrimoine étant identifiés, il est maintenant intéressant d'analyser les facteurs qui influencent cette composition.

2) Les facteurs qui influencent la composition d'un patrimoine.

On retient généralement trois facteurs : la catégorie socioprofessionnelle (C.S.P.), la taille du patrimoine, et l'âge du titulaire de ce patrimoine.

Le tableau de l'annexe IV met en évidence une distinction entre les ménages dont le chef exerce une activité salariée et ceux pour lesquels il exerce une activité indépendante (agricole, libérale, artisanale ou commerciale). Pour ces derniers, le poids des biens professionnels est prépondérant (20 à 40% du patrimoine), dans la mesure où il s'agit de leur principale source de revenus. Chez les salariés, c'est le montant global du patrimoine qui est à l'origine des disparités. Lorsque les patrimoines

sont modestes (cadres moyens, ouvriers, employés), la résidence principale (environ 40%) et les liquidités (autour de 30%) constituent l'essentiel du patrimoine. Alors que dans les patrimoines plus importants (industriels, gros commerçants, et cadres supérieurs), les placements en actions occupent une place manifestement plus importante que dans les autres C.S.P..

Il serait trop long d'énumérer toutes les conclusions que l'on peut tirer de ce tableau, mais l'on peut mesurer leur importance dans le cadre de la gestion de patrimoine. Ces résultats, et surtout la diversité des comportements rencontrés, doivent être étudiés minutieusement par les professionnels de ce secteur en vue, par exemple, d'une segmentation client/produit.

L'analyse des C.S.P. montre que la valeur globale du patrimoine influe sur la structure de celui-ci. A cet effet, A. BABEAU démontre, en se fondant sur la théorie des choix de portefeuille élaborée en gestion financière, que le principe de diversité des placements que l'on devrait retrouver dans la composition des patrimoines, n'est pas respecté dans les petits patrimoines. La première raison est surtout culturelle et sociologique, il s'agit de la volonté d'être propriétaire de son logement. La résidence principale représentant 40% du montant global des petits patrimoines, il y a là un obstacle majeur à la diversification du patrimoine, en particulier pendant les quinze ou vingt premières années correspondant au remboursement de l'emprunt.

C'est pourquoi il faut attendre les deux derniers déciles, correspondants aux plus grosses fortunes, pour qu'apparaisse une réelle diversification des éléments qui

composent le patrimoine.

Un dernier facteur influence la structure des patrimoines, il s'agit de l'âge du titulaire. Il faut s'attendre à une variation de la composition du patrimoine à chaque fois qu'une étape au niveau personnel ou professionnel est franchie. Les priorités d'un couple, selon qu'il entre dans la vie active ou qu'il aborde la retraite, seront différentes et influenceront ces choix patrimoniaux. La notion de cycle de vie patrimonial sera étudiée en détail dans la prochaine section.

Ce tour d'horizon des facteurs qui influencent la composition d'un patrimoine montre le rôle essentiel de la taille du patrimoine. Il faut maintenant s'intéresser aux facteurs qui expliquent la concentration des patrimoines et les inégalités constatées.

C) LA CONCENTRATION DES PATRIMOINES

Dans un premier temps, il faut noter que les patrimoines sont nettement plus concentrés que les revenus : les 10% détenteurs des revenus les plus élevés ne possèdent pas plus de 30 à 40% du revenu global des ménages, alors que les 10% les plus riches en patrimoine détiennent probablement 50 à 55% du patrimoine global des particuliers. Cela s'explique d'abord par la forte corrélation positive qui existe entre le taux d'épargne et le niveau de revenu ; d'où une croissance plus que proportionnelle des revenus élevés. De plus, les individus jeunes ont des revenus plus élevés, mais ils n'ont pas eu le temps d'accumuler un patrimoine important, alors qu'arrivés à la retraite les

revenus décroissent mais le capital accumulé est beaucoup plus conséquent.

En ce qui concerne les facteurs qui influencent la répartition des fortunes entre les individus, on retient généralement l'âge, la Catégorie socioprofessionnelle et les héritages. On remarque que l'âge et la CSP ont déjà été cités comme éléments explicatifs de la composition des patrimoines.

1) Age et montant du patrimoine.

Concernant l'âge du titulaire, l'existence d'une fonction positive qui lie le patrimoine et le temps paraît logique. La propension à épargner croît globalement avec le revenu et une gestion efficace du patrimoine doit tendre à accélérer ce phénomène.

2) Profession et montant du patrimoine

Pour analyser l'impact de la CSP, on peut se référer au tableau en annexe V. Il faut distinguer les patrimoines moyens, qui sont évidemment plus élevés dans les catégories pour lesquelles l'instrument de travail fait partie du patrimoine (agriculteurs exploitants, artisans et petits commerçants, industriels et gros commerçants, professions non commerciales), et le patrimoine de la catégorie en pourcentage du patrimoine total qui est réparti de manière plus uniforme, le nombre de titulaires dans certaines catégories (ouvriers, employés) compensant la faiblesse du patrimoine moyen. Si les résultats obtenus paraissent à peu près correspondre à ceux attendus par référence à une

norme sociale, ces résultats sont néanmoins biaisés, parfois fortement, à cause de deux éléments.

Le premier problème a déjà été évoqué précédemment, il s'agit des droits à la retraite. La méthode de calcul tendant à prendre en compte les biens professionnels des entrepreneurs individuels dans leur patrimoine a tendance à fortement surévaluer celui-ci par rapport aux salariés, pour lesquels les droits à la retraite ne sont pas pris en compte. Sachant à quel point les pensions de retraite versées aux agriculteurs, commerçants, artisans et professions libérales sont inférieures à celles versées aux salariés, en particulier les cadres supérieurs, on imagine facilement le décalage entre la réalité et les résultats indiqués dans l'annexe V. Si l'on prend également en compte, d'un point de vue fiscal, les possibilités de déduction des cotisations vieillesse pour les salariés par rapport aux non-salariés, on peut supposer que les dispositions de la récente « Loi MADELIN » vont réduire ce décalage mais ne vont pas le supprimer.

La deuxième limite, elle aussi évoquée précédemment, provient de la difficulté à évaluer les biens professionnels : fonds de commerce ou titres de sociétés non cotées. On peut espérer un accroissement de leur valeur si la conjoncture est favorable, mais elle peut aussi décroître et même s'annuler rapidement dans le cas contraire. Si l'on ajoute à cela une fiscalité souvent défavorable lors des transmissions d'entreprises, on peut craindre que ce tableau ne reflète pas exactement les disparités patrimoniales entre salariés et non-salariés.

3) Héritages et patrimoine.

Les héritages et les donations jouent un rôle évident sur la constitution des patrimoines. Mais ont-ils également un rôle de multiplicateur des inégalités ? La réponse n'est pas aussi évidente qu'il y paraît. Il est tentant de croire que les disparités entre les patrimoines proviennent essentiellement des transmissions entre les générations. Cependant, certaines observations viennent fortement nuancer cette affirmation. Le tableau en annexe VI indique les contributions de différents facteurs à l'inégalité patrimoniale. Le facteur « héritage » n'est pas étudié seul, mais même croisé avec l'âge, il ne représente que 15% à 25%. Pour sa part, A. BABEAU a comparé la liste des « deux cent familles » dénoncées par E. DALADIER en 1934 comme étant les maîtresses de l'économie française, et la liste des cent cinquante Français les plus riches publiée en 1988 par l'EXPANSION. On trouve au total, selon lui, moins de dix descendants des deux cents familles dans les cent cinquante plus grosses fortunes aujourd'hui.

Le facteur héritage n'explique donc que très partiellement les inégalités entre les patrimoines. Parmi les hypothèses avancées pour expliquer ce faible rôle, on souligne généralement la capacité de chacun à faire fructifier son patrimoine. Le génie des affaires n'est pas héréditaire et les conjonctures ne sont pas toutes aussi favorables.

Expliquer les inégalités entre les patrimoines se révèle un exercice ardu. L'analyse de la profession, de l'âge et des héritages apporte des éléments de réponse, mais cela reste partiel. L'annexe VI démontre que, même en intégrant en plus l'origine

sociale et les revenus, la contribution croisée est de 65% à 70%. Le reste, environ 30%, ne peut pas être quantifié ou expliqué objectivement d'un point de vue économique. Il s'agit de préférences ou de goûts qui sont plutôt étudiés par les sociologues ou les philosophes.

Cette première section a permis de cerner la notion de patrimoine, de mesurer celui-ci, et d'étudier sa composition ainsi que sa répartition. Il faut maintenant tirer certaines conclusions pour la suite de notre étude.

III) CONCLUSION

Cette première section fait apparaître les points suivants. Tout d'abord, il est difficile de donner une définition exacte du terme patrimoine. Même la définition juridique, apparemment la plus précise, donne lieu à des interprétations différentes. A défaut de pouvoir se référer à une définition « universelle », nous allons donc retenir, pour la suite de cette étude, celle qui est proposée par les spécialistes de la gestion de patrimoine. Cette définition est extrêmement large et se place d'un point de vue dynamique. On différencie automatiquement deux catégories : d'une part les biens, d'autre part les dettes. Parmi ces biens et ces dettes plusieurs classifications sont possibles : selon la liquidité (des biens professionnels jusqu'à la trésorerie) ou selon la fonction (patrimoine privé, professionnel ou social). Mais au-delà de ces critères qui ne portent pas à conséquence en gestion de patrimoine, il faut mettre en avant les éléments déterminants pour celle-ci :

- le patrimoine est pris au sens large, il comprend tous les biens qu'un individu peut

- posséder et toutes les dettes qu'il peut contracter. Même s'il s'agit seulement de potentialités : héritages à recevoir ou à donner, droits à la retraite, fiscalité latente ;
- on se place dans une perspective dynamique, c'est-à-dire que l'on prend en compte les biens et les dettes présents dans le patrimoine à l'instant T, mais aussi tous les flux positifs ou négatifs (revenus ou, inversement, remboursement de dettes) qui affecteront celui-ci dans l'avenir ;
 - parmi les biens que possède une personne, il faut distinguer entre ceux qui constituent un objectif (tel qu'être propriétaire de son logement ou posséder son entreprise) et ceux qui sont un moyen pour atteindre cet objectif (essentiellement les placements), car c'est seulement sur ces derniers que l'on pourra agir. On place son argent dans des SICAV pour acheter plus tard une maison et non pas le contraire.

Par ailleurs, on connaît mal le patrimoine des ménages français. Les seules données chiffrées sur ce sujet proviennent du calcul des comptes patrimoniaux, réalisé périodiquement par l'INSEE. Ces comptes laissent apparaître que le patrimoine des Français fut, pendant longtemps, essentiellement constitué d'actifs non-financiers (en particulier l'immobilier). Cela reste vrai aujourd'hui, mais les actifs financiers ont nettement progressé en passant de 25% au XIX^{ème} siècle à presque 40% dans les années 1990 ; c'est à la fois une cause et une conséquence du développement de la gestion de patrimoine en tant que science.

Il faut cependant préciser que ces chiffres ne prennent pas en compte tous les actifs non-financiers. Les biens durables sont assimilés à une consommation, et les oeuvres d'art et de collection sont occultées par manque d'information. Pour cette

dernière catégorie, la difficulté se pose, d'une part, en terme d'évaluation de ces biens, qui est un exercice toujours délicat ; d'autre part, en terme de suivi des transactions, sur un marché où la plupart des ventes ont lieu de gré à gré. Si ces raisons justifient le choix de l'INSEE, elles ne doivent pourtant pas faire oublier que les objets d'art et de collection représentent une fraction, parfois non négligeable, des placements des Français. En conséquence, ils peuvent être pris en compte lors de l'élaboration d'une stratégie patrimoniale.

On retrouve cette mauvaise connaissance du patrimoine de nos concitoyens lorsque l'on recherche les facteurs explicatifs de la composition et de la répartition des ménages. On sait que la taille des patrimoines, l'âge et la C.S.P. de leurs titulaires, ainsi que la propension à hériter jouent un rôle important. Mais ils sont loin de tout expliquer, et il reste des zones d'ombre qu'il faut certainement attribuer à des facteurs subjectifs difficiles à observer, et encore plus à quantifier.

La notion de patrimoine étant maintenant un peu mieux cerner, nous allons nous intéresser à sa gestion et aux techniques susceptibles de le développer de manière optimale.

SECTION II : PRINCIPES ET MISE EN OEUVRE DE LA GESTION DE PATRIMOINE MODERNE

Comme le rappelle le schéma N°1¹ proposé par H. MONIN, la gestion de patrimoine doit prendre en compte la situation personnelle de l'intéressé ainsi que le contexte externe. Le contexte externe est un élément essentiel, mais il est exogène, aucun particulier ne pouvant le modifier en fonction de ses besoins et de sa volonté. C'est donc sur la situation personnelle qu'il faudra principalement travailler, en procédant, d'une part, à un diagnostic patrimonial, d'autre part, à la définition d'une stratégie.

I) LE DIAGNOSTIC PATRIMONIAL

L'objectif est de faire globalement le point sur la situation actuelle de l'intéressé et de prévoir sa situation future.

A) L'ANALYSE DE LA SITUATION ACTUELLE.

Il faut établir un bilan de la situation juridique, fiscale et financière au niveau de l'individu, de la famille et plus généralement des ayants droit. On peut retenir trois catégories.

¹ Voir p.13.

1) La situation familiale et successorale.

Il s'agit de rassembler les renseignements relatifs :

- à l'état civil de la famille ;
- au nombre d'enfants, en indiquant s'ils sont à charge ; il s'agit de tous les enfants qui peuvent concourir à la succession : enfants issus du mariage actuel, de mariages précédents, enfants naturels, adultérins, adoptifs ;
- au régime matrimonial et aux conventions matrimoniales particulières ;
- aux donations déjà effectuées ;
- aux conventions successorales existantes (donation au dernier vivant...) ;
- aux testaments ;
- à l'existence de dons manuels, de Société Civile Immobilière... ;
- à la liste des successibles avec degré de parenté.

2) La situation professionnelle des conjoints

Plus globalement, il faut étudier la situation professionnelle, la prévoyance et la retraite de chaque conjoint :

- Situation professionnelle : Catégorie socioprofessionnelle, revenu annuel brut actuel ;
- Retraite : régime et points acquis (régime de base plus régimes complémentaires), adhésion à un régime supplémentaire facultatif, âge légal de la retraite dans la profession ;
- Prévoyance : assurance (groupe ou individuelle) invalidité et décès, montant des capitaux et noms des bénéficiaires.

3) La situation financière

On s'intéresse, d'une part aux flux liés aux revenus, et d'autre part à la liste des biens et des dettes présents dans le patrimoine à un moment donné. On retrouve ici le schéma N°3¹.

Les flux se résument à la capacité annuelle de financement, c'est-à-dire l'excédent annuel des recettes sur les dépenses, susceptible d'accroître le capital. Il est utile de comparer cet excédent avec le revenu annuel total et de regarder l'évolution de ce rapport sur plusieurs années.

La liste des biens à l'actif se retrouve dans trois catégories : les biens professionnels, les biens personnels et les placements. Il faut indiquer pour chaque type de bien : le pourcentage à la communauté et celui sur les fonds propres de chacun, la valeur marchande aujourd'hui, le taux de rendement total décomposé en revenu et en plus value.

Au passif, il faut décomposer les dettes à long et moyen terme, et celles à court terme ; en précisant le taux moyen du prêt, le montant de la dette, les dates de début et de fin, et le montant annuel de remboursement (capital plus intérêts).

Cette première étape est nécessaire pour rassembler les renseignements

¹ Voir p.28.

nécessaires à l'élaboration d'une stratégie. Mais elle doit être complétée par des projections et des simulations qui révéleront les points faibles de la situation actuelle, une fois celle-ci transposée dans le futur.

B) PROJECTIONS ET SIMULATIONS.

H. MONIN¹ rappelle que la projection dans le temps est essentielle pour mettre en évidence les problèmes. Il distingue, d'une part la projection, et d'autre part la simulation.

1) La projection

Projeter une situation actuelle peut être utile pour une personne dont le patrimoine et les revenus ont atteint un certain niveau. Pour un jeune, cela n'a pas de sens et il est préférable d'ajouter à la situation actuelle des hypothèses complémentaires telles que l'évolution par année des revenus et du pourcentage d'épargne.

La projection pourra alors donner, soit par année, soit jusqu'à la transmission du patrimoine, soit globalement sur une période :

- la situation financière du couple et du conjoint survivant : évolution du patrimoine et du revenu disponible,
- la situation successorale : répartition de la succession, droits à payer pour chaque successible.

¹ Op. cit., tome 1, p.18.

2) La simulation.

Simuler une situation patrimoniale est l'opération qui consiste à intégrer les objectifs du client. La projection se contente de constater ce que deviendra la situation actuelle dans le futur si l'on ne fait rien. La simulation est une phase plus active ; on prend en compte les objectifs du client, et l'on vérifie que la stratégie adoptée permet de les atteindre. Cela permet de confirmer en théorie la pertinence des solutions proposées, et d'apporter des modifications nécessaires.

Cette phase de simulation doit donc être précédée d'une phase de réflexion au cours de laquelle l'intéressé définit les objectifs patrimoniaux qu'il souhaite atteindre, analyse les contraintes auxquelles il est soumis, et élabore la stratégie la mieux adaptée.

II) LA DEFINITION D'UNE STRATEGIE PATRIMONIALE

A) LES OBJECTIFS PATRIMONIAUX

B. PAYS¹ rappelle que malgré leur pluralité, les motivations patrimoniales peuvent être ordonnées autour de quatre objectifs génériques :

- l'acquisition future de biens ou services, dont le coût excède la capacité de financement d'une période ; l'épargne est alors entendue comme une consommation différée ;
- la constitution d'un avoir de réserves pour faire face aux aléas de la vie (épargne de

¹ Op. cit., p.24.

précaution ou sécuritaire) ;

- la transmission du patrimoine : son titulaire actuel se préoccupe de la dévolution de ses avoirs, l'utilisation de ceux-ci étant généralement laissée au libre choix de son futur détenteur ;

- le plaisir d'accumuler, conduisant à constituer une épargne sans affectation précise, mais pour elle-même au regard de ses potentialités.

Il remarque également que les deux premiers objectifs ont été largement étudiés par les économistes, alors que le problème de la succession est dévolu aux juristes, et celui de l'accumulation des richesses (indirectement le plaisir de collectionner) est abandonné aux psychologues, aux sociologues, ou aux écrivains.

L'existence de ce cloisonnement n'est pas sans conséquence, et l'on comprend mieux pourquoi la grande majorité des ouvrages consacrés au patrimoine n'aborde pas le thème des placements en objets d'art ou de collection. On peut cependant regretter cet état de fait, car même si l'on manque d'information sur le commerce de l'art, et si les outils des économistes sont parfois inadaptés, ce type de placement correspond à une véritable motivation patrimoniale. Les sommes placées par les particuliers dans les peintures, les sculptures, les antiquités ou les timbres-poste témoignent de leur intérêt pour ce type de biens, et ils n'ont pas attendu qu'un chapitre y soit consacré dans un ouvrage d'économie.

Cela ne signifie pas qu'aucun économiste ne se soit penché sur ce

problème, loin s'en faut, à commencer par W. BAUMOL¹, mais il faut admettre que la littérature consacrée à la gestion de patrimoine donne peu de renseignements sur les placements en objets d'art et de collection, comparativement à d'autres formes de placement : immobilier ou actifs financiers : actions, obligations... Pourtant, un certain nombre d'études, récentes pour la plupart, apportent des éléments de réflexion tout à fait pertinents sur ce sujet. En résumé, et c'est l'un des objectifs de cette thèse, à l'heure où certains économistes se penchent sur le problème des placements en objets d'art et de collection, et étant donné l'importance de ce type de placement pour de nombreux particuliers, il devient nécessaire de l'intégrer à part entière dans la démarche patrimoniale. Aussi bien dans la théorie, à travers les ouvrages consacrés à ce sujet, que dans la pratique, dans les conseils prodigués par les analystes.

Les objectifs patrimoniaux étant précisés, il faut maintenant analyser la situation de l'intéressé et identifier ses besoins.

B) LA SITUATION ET L'ANALYSE DES BESOINS.

Les objectifs et les besoins des investisseurs sont souvent très différents. Il faut donc élaborer des stratégies propres à satisfaire des exigences très diverses, voire opposées. A cet effet, on retient essentiellement trois critères de différenciation des

¹ BAUMOL (William) : « Unnatural value : or art investment as floating crap game », American Economic Review, May 1986 (Paper ans processing), 76, pp.10-14.

ou BAUMOL (William) : « La valeur antinaturelle ou l'investissement dans les oeuvres d'art considéré comme un coup de poker », La documentation française, 1986, pp.31-44.

individus :

- l'âge, on se réfère alors à la notion de cycle de vie du patrimoine ;
- le système de valeurs et le profil psychologique ;
- le niveau de ressources actuel et espéré.

1) Le cycle de vie patrimonial

Le cycle de vie patrimonial est composé de trois phases ; mais il ne s'agit que d'un modèle explicatif qui doit être utilisé avec une très grande souplesse. Les frontières ne sont pas étanches et d'autres découpages sont envisageables. Cependant, on peut expliquer la plupart des comportements en se basant sur ce schéma.

- 1° phase : la phase d'acquisition.

C'est la phase d'élaboration et de construction du patrimoine. Elle intervient dans la période se situant entre 25 et 35 ans, correspondant au départ dans la vie professionnelle et conjugale. Les premières années de la vie active se caractérisent par la mise en place de projets et de la gestion des dettes susceptibles de leur être associés. Il s'agit en particulier de l'acquisition de la résidence principale. Dans cette phase le capital humain est élevé mais le capital financier est faible. Il peut néanmoins s'agir de la période des premiers placements, plus ou moins risqués. Certains auteurs rappellent que c'est aussi l'occasion de choisir un contrat de mariage, et de souscrire à des contrats de prévoyance : décès, invalidité.

- 2° phase : la phase de développement.

Dans cette phase de maturité, comprise généralement entre 35 et 55 ans, le patrimoine a trouvé une meilleure assise, les emprunts ayant généralement été remboursés. Le patrimoine se développe par le double jeu d'une constitution toujours en train de se faire, grâce au revenu du travail qui atteindra le maximum en fin de période, et de revenus nets, issus de l'épargne déjà constituée. L'ensemble engendrant une nouvelle épargne qui viendra à son tour grossir le patrimoine. On peut également compter, lors de cette période, sur des héritages ; mais il faut aussi soustraire certaines dépenses importantes telles que l'acquisition d'une résidence secondaire, ou l'installation des enfants dans la vie.

- 3° phase : phase de transmission

Cette dernière étape intègre le passage à la retraite, et pose le problème de la transmission, en particulier si l'on est propriétaire de son instrument de travail. Il va falloir envisager un arbitrage entre les sommes qui seront dépensées pendant la retraite, et celles que l'on désire transmettre. Il s'agit obligatoirement d'une période où la gestion de patrimoine doit être très active.

Le moment auquel un particulier se situe par rapport à ses trois phases influe évidemment sur ses décisions en matière patrimoniale. Mais ce critère n'est pas le seul. Il existe aussi une dimension psychologique incontournable lors des prises de décision.

2) Le système de valeurs et le profil psychologique.

Afin d'étudier ce critère, H. MONIN se réfère à une étude¹ du CREP (Centre de Recherche Economique sur l'Epargne) en liaison avec le centre HEC-ISA. Cette étude comportait une enquête sur la typologie des patrimoines. Cette typologie est basée sur des variables actives comportant des variables de détention patrimoniale, objectives et relatives à la détention de biens immobiliers ou mobiliers, et des variables psychologiques, plus subjectives, mais saisies grâce à des critères de comportement de gestion de patrimoine et d'attitude vis à vis de l'argent.

Cette typologie met en évidence des variables illustratives (elles sont une conséquence de la typologie et non pas des critères de son établissement). Ces variables illustratives caractérisent le style de vie, le niveau de revenu, et les mentalités. L'analyse fait apparaître deux axes principaux.

- un axe richesse-pauvreté ;
- un axe traditionnalisme-modernisme.

La typologie tenant compte de ces deux axes, retient six portraits- types qui sont uniquement cités ci-après, mais qui sont étudiés plus en détail dans les ouvrages indiqués en référence :

- gros patrimoines innovants orientés vers les valeurs mobilières ;
- gros patrimoines traditionnels orientés vers la pierre ;
- patrimoines moyens tournés vers l'épargne-logement ;
- patrimoines moyens, assez insouciants de l'avenir ;

¹ BABEAU (André) : « Le patrimoine aujourd'hui », Nathan, 1988. cité dans l'ouvrage de H. MONIN, tome 1, Op. cit., p23.

- patrimoines moyens traditionnels et prudents ;
- patrimoines précaires.

Cette étude montre l'importance de l'axe modernisme-traditionnel, mais elle révèle également un axe prudence-dynamisme qui ne recouvre pas entièrement ce dernier.

Tout comme l'âge de l'intéressé, l'appartenance à l'un ou l'autre de ces portraits-types a un impact direct sur la manière de gérer son patrimoine. Mais ce n'est pas tout, il reste un dernier critère à prendre en compte : le niveau de ressources actuel et espéré.

3) Le niveau de ressources actuel et espéré.

Le niveau de ressources actuel intervient lors de la prise en compte du risque. Un patrimoine faible ou moyen a une aversion plus grande pour le risque. Si l'on se réfère au paradigme selon lequel le rendement et le risque croissent ensemble, la faculté de s'enrichir fortement appartient certainement plus aux gros patrimoines.

Néanmoins, si l'on prend en compte dans les ressources les capacités et les qualités d'un individu, certains peuvent choisir un niveau de ressources espéré assez important.

Après avoir envisagé les différents objectifs qu'un individu peut se fixer,

nous venons de voir les critères à prendre en compte pour choisir la stratégie qui permettra de les atteindre. Ces trois critères dépendent directement de la nature de l'individu : l'âge, le profil psychologique, le niveau de ressources. Il existe cependant une dernière catégorie d'événements à intégrer avant de prendre une décision, il s'agit du contexte dans lequel s'inscrit l'action des individus. A la différence des critères évoqués précédemment, le contexte externe est commun à tous les individus, et ceux-ci ne peuvent pas le modifier à leur guise. Mais il ne peut en aucun cas être occulté, les décisions fiscales ou les événements internationaux influençant directement la plupart des placements, ou plus simplement les taux d'intérêts lors de l'achat d'une maison.

C) LE CONTEXTE EXTERNE

Le gestionnaire de patrimoine intervient sur plusieurs types de marchés, chacun de ces marchés possédant des mécanismes spécifiques. Il doit réaliser des opérations financières et juridiques, et utilise toute une gamme de moyens juridiques et de produits de placement.

1) Les marchés

La plupart des auteurs distinguent trois types essentiels de marchés : le marché financier, le marché de l'immobilier, le marché de l'art. Pour sa part, M. FRATANI¹ distingue le marché de l'art des marchés de biens divers. Plus

¹FRATANI (Maurice) : « La gestion dynamique de patrimoine », Editions comptables malesherbes - TOP EDITIONS , 1990, P.43.

généralement, il existe une multitude de marchés, autant que d'opportunités de placements ; et il est nécessaire d'envisager leur évolution à court terme et à long terme. Chacun de ces marchés possède des mécanismes spécifiques de fonctionnement, et il est impossible d'être spécialisé dans tous ces domaines à la fois. C'est le rôle des gestionnaires de patrimoine de consulter des experts pour pouvoir conseiller ses clients dans tous les domaines.

Afin de suivre l'évolution de ces marchés, on utilise essentiellement des indicateurs de marchés sous forme de courbes ou d'indices. On trouve facilement ce type d'indicateurs pour les marchés financiers ou pour l'immobilier, mais cela se révèle plus difficile lorsque l'on s'intéresse à celui de l'art. Cela s'explique essentiellement par la difficulté à réaliser des indices synthétiques pour des biens aussi peu homogènes que les oeuvres d'art et les objets de collection. Cependant, des tentatives intéressantes ont été réalisées récemment dans ce domaine et il existe des guides proposant des tendances artiste par artiste.

Il est important pour un investisseur de suivre de près l'évolution des marchés s'il souhaite gérer au mieux son patrimoine. Il doit également surveiller l'environnement juridique s'il veut utiliser efficacement les outils à sa disposition.

2) Les opérations juridiques.

H. MONIN note que les opérations juridiques, comme les opérations financières étudiées ci-après, sont en nombre limité.

On peut établir des contrats ou les modifier, démembrement la propriété en nue propriété et en usufruit, donner (faire une donation ou un don manuel) ou recevoir (bénéficiaire d'un héritage ou d'une donation), tester et créer une société (par exemple une Société Civile Immobilière). A cet effet, on dispose d'une gamme de moyens juridiques. On peut citer : les contrats de mariage, les conventions matrimoniales, les donations, les testaments, le choix des régimes fiscaux...

Il faut cependant préciser que même si ces opérations sont en nombre limité, leurs conséquences sont telles qu'elles ne peuvent en aucun cas être négligées. L'existence de nombreux ouvrages¹ uniquement consacrés à ce sujet prouve l'importance que les gestionnaires de patrimoine y attachent.

En fait, les opérations juridiques liées au mariage, à la succession, *etc.* représentent un pan entier de la gestion de patrimoine, mais ne rentrent pas dans le cadre de notre problématique axée sur les placements et sur l'intégration des placements en objets d'art et de collection. Elles ne seront donc pas évoquées par la suite, sauf dans les cas où elles intéressent directement notre étude, notamment sur le plan fiscal.

¹ DEPONDY (Axel), *Op. cit.*

3) Les opérations financières.

Comme il a été précisé ci-dessus, elles sont également en nombre limité.

On peut les classer ainsi :

- capitaliser et obtenir des revenus (pour soi-même ou pour ses héritiers) ;
- mutualiser ses risques (assurances de prévoyance à fonds perdus) ;
- consommer le capital (amortissement financier, viager...)
- emprunter ;
- recueillir une somme d'argent ou en donner.

L'opération, de loin la plus fréquente est la capitalisation. Pour la réaliser on utilise une gamme de placements extrêmement large. Les ouvrages consacrés à la gestion de patrimoine citent automatiquement :

- l'immobilier et le foncier ;
- les produits régis par le code des assurances ;
- les valeurs mobilières et leurs dérivés ;
- les supports de trésorerie ;
- les O.P.C.V.M. ;
- l'or.

On peut qualifier ces produits de « placements traditionnels », et ils sont étudiés de manière très détaillée. Les autres formes de placement, plus originales, tels que les biens divers (conteneurs, chevaux de course...), mais aussi les objets d'art et de collection ne sont qu'évoqués rapidement. On possède effectivement peu de chiffres sur

le montant des placements en objets d'art et de collection, en particulier à cause de la difficulté à définir et à évaluer ce type de produits. En effet, à partir de quand une commode achetée il y a cent ans pour mettre des affaires est-elle devenue une antiquité et non plus seulement un outil de rangement ? En outre, quelle est la valeur de cette commode étant données les fluctuations de cours liés à la mode ?

Toutes ces difficultés amènent les gestionnaires de patrimoine à mettre en garde leurs clients par rapport à ces biens et expliquent que leur analyse ne soit pas développée.

On peut cependant s'interroger sur les conséquences de ce choix, lorsque l'on considère le nombre de particuliers qui possèdent des objets de valeur, et la quantité de transactions sur ces marchés. En comparaison des sommes échangées sur les marchés financiers, le marché de l'art reste modeste ; mais si l'on se place du point de vue de la gestion de patrimoine des particuliers, y compris les revenus moyens, les placements en objets d'art et de collection ne sont plus négligeables. On peut penser que ce type de placement mérite d'être cité de manière moins marginale lorsque l'on envisage une démarche patrimoniale, et que certains produits encore plus spécifiques, comme le timbre-poste de collection, peuvent constituer des opportunités de placement à considérer.

Ce tour d'horizon des contraintes externes montre à quel point il faut réaliser une analyse rigoureuse si l'on veut obtenir une gestion optimale de son patrimoine. L'état des marchés et les panoplies de moyens juridiques et financiers sont des facteurs exogènes dont il faut suivre l'évolution avec rigueur. Ils dépendent des conjonctures nationales et internationales, de l'évolution du cadre législatif et de la

volonté des établissements financiers. A défaut de pouvoir agir sur ce contexte, il faut essayer d'en tirer le meilleur parti.

L'élaboration d'une stratégie patrimoniale nécessite donc la définition d'objectifs patrimoniaux : l'acquisition future de biens ou de services, la constitution d'une réserve de sécurité, la transmission du patrimoine, et le plaisir d'accumuler ; la prise en compte de la situation de l'intéressé, c'est-à-dire son âge, son profil psychologique et son système de valeur, et son niveau de ressources ; enfin l'intégration du contexte externe.

On peut résumer cela en citant la définition de la gestion de patrimoine donnée par B. PAYS¹ : « Ainsi, dans son contenu actuel, la gestion de patrimoine désigne l'activité consistant à organiser les ressources et les emplois, présents ou futurs, d'une personne physique - ou éventuellement morale - , en vue de les optimiser par rapport à ses objectifs et contraintes. »

Cette définition met l'accent sur un point essentiel. Il s'agit de la nécessité de ne pas confondre gérer son patrimoine et essayer de faire « coller » une épargne disponible avec des produits de placement. Comme le démontre cette deuxième section, la gestion de patrimoine nécessite la réalisation d'un diagnostic patrimonial, puis l'élaboration d'une stratégie. Il s'agit d'un processus long et parfois fastidieux, mais qui ne trouve de cohérence que dans son intégralité. Il est donc important que le gestionnaire de patrimoine ne soit pas un simple V.R.P. qui cherche à tout prix à faire

¹ Op. cit., p.11.

correspondre les besoins de ses clients avec les quelques produits bancaires : Plan Epargne Logement, Livret A, *etc.* couramment proposés. Dans un certain nombre de cas, ces produits apporteront des réponses satisfaisantes, mais l'on ne pourra pas vraiment parler de gestion de patrimoine, si ces décisions ne sont pas accompagnées d'une réflexion globale.

Les principes de la gestion de patrimoine étant posés, il reste maintenant à les mettre en oeuvre.

III) LA MISE EN OEUVRE DE LA GESTION DE PATRIMOINE.

Tout individu possédant un patrimoine est amené à le gérer, de manière plus ou moins active. Cette gestion passe par l'élaboration d'une stratégie, et il est rare qu'un particulier puisse, seul, mettre en oeuvre un tel processus. Il a donc recours à des gestionnaires de patrimoine, eux-mêmes, plus ou moins spécialisés. Pour les aider dans cette tâche, ces derniers bénéficient depuis quelques années de logiciels de simulation, éventuellement de systèmes experts. Enfin, il faudra évoquer les divers moyens d'information à la disposition des amateurs comme des professionnels.

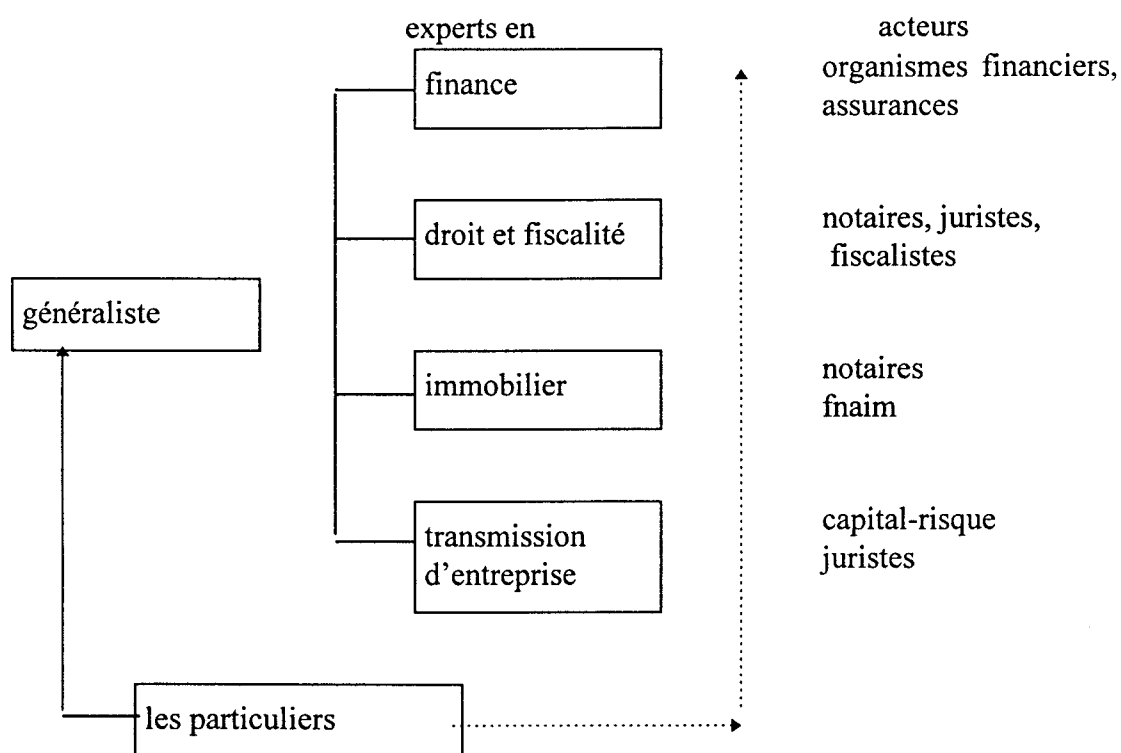
A) LES ACTEURS

L'analyse de l'offre et de la demande sur ce marché montre à quel point la gestion de patrimoine est encore une discipline neuve. Les rapports entre les différentes catégories d'intervenants sont encore flous. Nous allons analyser dans un

premier temps, le fonctionnement de ce marché, puis nous étudierons dans un deuxième temps les intervenants.

1) Le fonctionnement du marché.

H. MONIN¹ propose de résumer ce fonctionnement à partir du schéma suivant (schéma 4) :



SCHEMA 4

¹Op. cit., tome 1, p.42

Il indique que la gestion de patrimoine comporte deux rôles différents :

- celui du généraliste qui travaille avec des experts et qui effectue la coordination et la synthèse. Il définit la stratégie pour atteindre les objectifs du client, la met en oeuvre et la suit ;
- celui des experts en :
 - finance ;
 - droit et fiscalité de la succession ;
 - droit et fiscalité de la transmission d'entreprise ;
 - immobilier ;
 - retraites et droits sociaux.

Ensuite le particulier dispose de deux solutions: ou bien il fait la coordination avec les divers experts, et c'est lui le généraliste et le décideur ; ou bien il n'a pas le temps ou les connaissances adéquates, et il fait appel à un conseiller patrimonial qui jouera ce rôle de généraliste.

Il restera de toute façon au particulier la responsabilité de définir ses objectifs, de décider de la mise en oeuvre des stratégies pour les atteindre et de contrôler la réalisation.

2) Les intervenants sur ce marché.

Nous allons étudier, d'une part, la demande, d'autre part l'offre, sur ce marché.

En théorie, toute personne possédant un patrimoine peut être demandeur sur ce marché. Il s'avère que concrètement, on peut distinguer les gros patrimoines, très conscients de la nécessité de bien gérer leur patrimoine et très au fait de toutes les techniques dans ce domaine, et les patrimoines plus modestes qui s'intéressent peu à cette discipline.

Ces deux attitudes s'expliquent aisément. La gestion d'un gros patrimoine peut être un métier en soi, et leurs propriétaires sont prêts à y consacrer le temps nécessaire. Au contraire, les titulaires de patrimoine plus modestes ne peuvent y consacrer que peu de temps ; et surtout, cela ne rentre pas dans leurs habitudes, on ne pense pas à consulter un spécialiste en gestion de patrimoine, ou alors cela se limite au conseiller clientèle d'une banque qui propose des produits de placement classiques sans mettre en place une réflexion globale.

Il existe donc une demande potentielle dans ce secteur d'activité, mais une prise de conscience passe par une meilleure information des particuliers aux revenus moyens, qui se sentent, à tort, non concernés par ce type de service.

De son côté, l'offre, encore timide et mal définie dans ce secteur d'activité, s'est néanmoins développée ces dernières années. Afin d'avoir un panorama

de celle-ci, B. PAYS¹ propose de classer les intervenants selon un critère institutionnel, même si la multiplication des alliances entre banques, compagnies d'assurances, réseaux financiers et groupes étrangers amène une certaine confusion.

Cette famille des gestionnaires professionnels est donc composée par :

- les organismes publics, avec le groupe Caisse des dépôts qui développe un pôle « épargne et prévoyance » ; La Poste qui développe sa politique commerciale vers une clientèle classique, qui recherche une gestion « bon père de famille » ; Les Caisses d'Epargne, bien implantées chez les mineurs et les personnes de plus de 55 ans ; le Trésor Public, qui cherche à améliorer ses produits de placements mais qui est desservi par son image ; et enfin la Caisse Nationale de Prévoyance, spécialisée dans l'assurance-vie pour les personnes physiques.

- les banques. Dans cette catégorie, il faut distinguer, d'une part, les grandes banques de dépôts qui se sont lancées récemment dans la gestion de patrimoine à cause des difficultés rencontrées dans leurs activités traditionnelles, et qui accusent donc un certain retard dans ce domaine ; et, d'autre part, les banques commerciales et d'affaires, qui possèdent depuis longtemps une certaine spécificité dans ce métier. Dans cette dernière catégorie, on peut citer PARIBAS.

- Les compagnies d'assurances. Leurs produits sont orientés presque exclusivement sur la prévoyance et les placements vie et de capitalisation. Elles ont élargi la gamme de leurs prestations en nouant des alliances avec des banques, mais elles semblent encore

¹ Op. cit., p.36.

avoir un certain retard par rapport à leurs homologues anglo-saxonnes.

- Les sociétés de bourse. Leur vocation reste essentiellement la gestion directe et collective des valeurs mobilières, dont elles sont les vraies spécialistes. Elles font bénéficier leur clientèle d'instruments de couverture difficilement accessibles, en raison de leur complexité, aux particuliers. Mais il reste difficile pour elles de quitter leur métier d'origine pour se lancer dans la gestion globale de patrimoine.
- Les « conseillers indépendants ». Cette catégorie regroupe des professionnels qui exercent leur activité de manière autonome, en s'organisant sous l'égide d'une chambre syndicale, ou dans le cadre de grandes sociétés de gestion. La chambre syndicale des conseillers en gestion de patrimoine avançait en 1992 le chiffre de 2 000 cabinets, mais ce chiffre ne prend pas en compte toute la profession. Malgré leur diversité, ces cabinets mettent tous en avant leur indépendance, même si certains travaillent directement avec des partenaires financiers puissants.
- Les notaires. Les notaires ont une vocation naturelle à intervenir comme conseillers en matière d'organisation et de transmission du patrimoine. Ils sont au fait de la législation dans ce domaine, et des interlocuteurs privilégiés dans le domaine de l'immobilier. Mais leur rôle est néanmoins limité par l'interdiction qui leur est faite de commercialiser des produits de placement. De plus, le patrimoine est envisagé par le notaire d'un point de vue liquidatif en vue d'une succession ; cette vision paraît trop limitative puisqu'elle ne prend pas en compte le capital humain, les héritages éventuels ou les droits à la retraite.

- Les experts-comptables. Ayant perçu l'intérêt de développer une activité de conseil, ils s'adressent essentiellement à leurs clients habituels : les sociétés, les artisans, les commerçants et les professions libérales. On peut penser que cet exemple sera suivi, et les gestionnaires de patrimoine s'intéresseront plus, dans les années à venir, aux personnes morales.

La gestion de patrimoine est l'occasion de rencontrer des intervenants provenant d'horizons très divers, issus de métiers parfois très différents, mais tous conscients, d'une part, des opportunités dans ce domaine, d'autre part, de sa complexité. Afin de faire face à cette complexité, de nombreux logiciels ont été mis au point.

B) LES LOGICIELS DE GESTION DE PATRIMOINE

Ce secteur d'activité se prête particulièrement bien à l'utilisation de logiciels d'aide à la décision. L'analyse patrimoniale nécessite la prise en compte de nombreuses informations sur le client (diagnostic patrimonial) et sur son environnement (contexte externe). Mais, comme il a été dit précédemment, le nombre d'objectifs et de variables d'actions est relativement faible. Il est donc possible de réduire la taille des arbres de décisions, et de dégager rapidement la stratégie optimale.

M. FRATANI¹ distingue les logiciels de simulation de gestion et les systèmes-experts :

« 1) Le critère de base est simple : la simulation permet à l'opérateur, par des modifications du paramétrage (augmentation du revenu ou détaxations fiscales), d'observer les conséquences chiffrées d'une modification des données de la période d'origine.

Le système expert, quant à lui, est plus complexe : il reproduit le raisonnement intégral de l'opérateur selon un mode arborescent d'arbre de décision. Il produit directement un choix optimal selon les critères de référence de la hiérarchie des valeurs de l'équation personnelle du placement. Par exemple : a) la plus-value, b) la détaxation, c) le risque, d) la liquidité, e) le revenu, *etc.* que l'opérateur validera ou non (nécessité de renseignements complémentaires).

2) La simulation peut elle-même posséder des degrés différents : simulation sectorielle, ou globale, concernant l'ensemble de la gestion patrimoniale.

La plupart des programmes sont axés sur des produits biens ciblés : choix d'un prêt bancaire, simulation entre taux fixe et variable, choix entre SICAV selon leur degré de volatilité et de performance. En résumé, ils sont pointus, mais leur domaine patrimonial de référence est limité : actions ou obligations, immobilier...

On peut donc affirmer que leur objectif relève plus du niveau tactique que stratégique (vision globale). Mais si les logiciels de simulation sont limités, les systèmes-experts sont, eux, très complexes à mettre au point. »

¹ Op. cit., p.249

Il est certain que l'outil informatique apporte une aide précieuse et simplifie les phases les plus fastidieuses de la gestion de patrimoine. Mais les particuliers, comme les professionnels ont besoin en aval de cette étape de sources d'information précises et fréquemment mises à jour.

C) LES MOYENS D'INFORMATION.

La gestion de patrimoine intéressant de nombreux secteurs d'activité, il faut consulter une presse très abondante pour recueillir les informations utiles dans tous les domaines. On peut obtenir un panorama de la presse relative à la gestion de patrimoine en consultant deux listes, sous forme d'un tableau à double entrée : périodicité-domaine concerné, l'une établie par P.M. GUILLON et J.J. LENGAINNE¹, l'autre établie par B. PAYS² dans son ouvrage. Ces deux listes, en très grande partie identiques, sont reproduites en annexes VII et VIII.

Cette deuxième section nous a permis d'envisager les différents aspects de la gestion de patrimoine et nous amène à tirer plusieurs conclusions.

¹ Op. cit., par 02 02.

² Op. cit., p.62.

IV) CONCLUSION

Afin de gérer efficacement son patrimoine, il faut suivre une démarche rigoureuse qui comprend : le diagnostic patrimonial et la définition d'une stratégie patrimoniale.

Le diagnostic patrimonial doit faire le point sur la situation actuelle de l'intéressé au niveau fiscal, juridique et financier ; et essayer de prévoir sa situation future à l'aide de projections et de simulations. Il s'agit d'une phase longue et fastidieuse, mais elle est absolument indispensable.

La définition d'une stratégie prend en compte trois types de contraintes :

- les objectifs patrimoniaux des individus : acquisition future d'un bien, constitution d'une réserve de sécurité, transmission du patrimoine, plaisir d'accumuler. Ce dernier objectif recouvre le plaisir esthétique, le plaisir de collectionner et, plus largement, l'ensemble des sacrifices financiers qu'un individu accepte de faire en échange de satisfactions parfois très subjectives, telles que payer un objet « très cher » parce qu'il est le dernier qui manque à une collection. Cette dimension concerne essentiellement les objets d'art et de collection, et leur confère une place à part dans la gamme des placements.
- la situation et l'analyse des besoins des individus en fonction de l'âge, ou plus précisément de la phase du cycle de vie patrimonial dans laquelle il se situe, du système de valeurs et du profil psychologique, et du niveau de ressources (actuel et espéré).

- le contexte externe, c'est-à-dire les marchés financiers, immobiliers et de l'art ; les opérations juridiques et les opérations financières.

On peut résumer cela en citant la définition de la gestion de patrimoine donnée par B. PAYS¹ : « Ainsi, dans son contenu actuel, la gestion de patrimoine désigne l'activité consistant à organiser les ressources et les emplois, présents ou futurs, d'une personne physique - ou éventuellement morale - , en vue de les optimiser par rapport à ses objectifs et contraintes. »

Sur le marché de la gestion de patrimoine, la demande potentielle est constitué par tous les titulaires d'un patrimoine. En fait, on rencontre essentiellement les gros patrimoines, une grande partie de la clientèle potentielle (les patrimoines moyens) restant inexploitée par manque d'information.

Du côté offre, on distingue théoriquement les experts (en fiscalité, finance, immobilier...) et les généralistes, qui servent d'interface entre les experts et les clients. Ce mode de fonctionnement n'est cependant pas encore consacré par la pratique : les sociétés d'assurances proposent des produits d'assurances, les banques des produits bancaires, les notaires s'occupent des successions, *etc.* Il ne faut pas caricaturer la situation, car certains organismes sont polyvalents, mais cela reste un problème de fond. Plus qu'une gamme très large de placements, le vrai conseil en gestion de patrimoine doit proposer une démarche patrimoniale globale, ce qui est rarement le cas lorsque le client possède un patrimoine moyen.

¹ Op. cit., p.11.

Concernant la mise en oeuvre de cette démarche patrimoniale, il faut noter le développement d'outils informatiques de plus en plus puissants. On peut dorénavant dépasser la simple simulation pour atteindre un véritable raisonnement avec les systèmes-experts, qui analysent toutes les situations possibles, l'amélioration des techniques allant de pair avec une information de plus en plus abondante et spécialisée.

Ce premier chapitre nous a permis de mieux cerner la notion de patrimoine et d'envisager les techniques permettant de le gérer au mieux. Il a également mis en évidence la nécessité de procéder à des placements si l'on veut optimiser sa gestion de patrimoine. En effet, parmi tous les instruments à la disposition d'un particulier, si l'on excepte les moyens juridiques, le placement est certainement le plus répandu et le plus efficace. Cette dimension essentielle de la gestion de patrimoine sera l'objet des prochains chapitres.

CHAPITRE II :

L'ANALYSE DES PLACEMENTS
TRADITIONNELS

CHAPITRE II : L'ANALYSE DES PLACEMENTS TRADITIONNELS

Parmi les différentes typologies des placements que l'on peut rencontrer, il semble qu'une distinction fondamentale existe entre les produits « traditionnels » et les autres formes de placement.

Le terme « traditionnel » correspond ici à la notion de placement proposé en priorité par un conseiller en gestion de patrimoine ; il n'y a aucun lien avec le fait que ce produit de placement soit récent (SICAV, MATIF) ou beaucoup plus ancien (immobilier). J'ai déjà évoqué la différence qui existe entre les placements du type actions, obligations, or, immobilier... que tous les ouvrages consacrés à la gestion de patrimoine citent systématiquement et commentent abondamment, et certains placements plus originaux, en particulier les objets d'art et de collection, généralement traités de manière plus rapide et plus marginale. Afin de mieux comprendre cette distinction, nous allons, dans ce deuxième chapitre, procéder à une analyse des produits classiques, le suivant étant consacré à un prolongement de cette analyse, appliquée aux autres formes placements.

Dans le cas présent, l'analyse des placements traditionnels se déroulera en deux étapes. Dans un premier temps, nous allons passer en revue les placements traditionnels, regroupés par famille (SECTION I). Puis, nous envisagerons les critères

économiques et financiers qui permettent de comparer et de classer ces produits afin de proposer une typologie (SECTION II).

SECTION I: LA GAMME DES PLACEMENTS TRADITIONNELS

Un lecteur qui connaît déjà ces formes de placements pourra passer directement à la SECTION II, cette première section étant essentiellement descriptive.

L'objectif, pour l'heure, est de présenter les sept formes traditionnelles de placement et d'en préciser les caractéristiques. A plusieurs occasions, une distinction fondamentale est effectuée, à l'intérieur d'une même gamme de placement, entre, d'une part, les placements proprement dits, et, d'autre part, les biens personnels ou professionnels. On ne spécule pas de la même manière sur les titres de la S.A. dont on est propriétaire (et qui est notre instrument de travail) et sur les actions d'une société cotée à la bourse de Paris. Il s'agit pourtant, dans les deux cas, d'« actions » au sens juridique du terme. On retrouve cette distinction dans la première catégorie de placement présentée : l'immobilier et le foncier.

I) L'IMMOBILIER ET LE FONCIER

A) LES PLACEMENTS IMMOBILIERS

On dénombre généralement trois catégories de placement immobilier : le placement en biens propres (résidence principale et secondaire), le placement direct en immobilier de rapport, et le placement en S.C.P.I.

1) Le placement en biens propres

Dans les deux cas, l'existence d'une valeur d'usage très importante exclut ces biens de la catégorie des placements. Leur acquisition est au contraire un objectif pour la majorité des particuliers, objectif que la bonne utilisation des placements doit permettre d'atteindre. Bien sur, la plupart des gens espèrent ne pas perdre d'argent en achetant leur maison, mais le rendement espéré n'est pas la principale motivation ; et diverses études¹ montrent que si l'on compare l'achat et la location, le résultat n'est pas nettement tranché en faveur de l'achat, étant donné l'ensemble des frais supplémentaires sous-jacents. Seule l'existence d'une satisfaction psychologique subjective supplémentaire, rend l'achat tout à fait rentable.

P.M. GUILLON et J.J. LENGAGNE² rappellent que la résidence principale est le placement préféré des Français. Ainsi, en 1988, un peu plus de la moitié des Français étaient propriétaires de leur résidence principale. Les principales

¹ ANDRIMON (Frédérique) : « Immobilier : Acheter ou louer », *Challenges*, mai 1995, p.123.

² *Op. cit.*, p., par.13 03.

motivations sont, d'une part affective, le plaisir d'être « chez soi » , d'autre part patrimoniale, l'impression d'avoir bien placé son argent. Malgré les limites évoquées ci-dessus, l'économie de loyer et l'existence d'incitations fiscales importantes (déduction des intérêts d'emprunts et des dépenses de grosses réparations) rendent attractif aux yeux de nombreux particuliers, l'achat d'une résidence principale.

Il existe au sein de la catégorie résidence secondaire une bien plus grande diversité, allant de la caravane à demeure sur un quelconque terrain de camping, au château du 18^{ème} siècle. Si l'on retrouve les mêmes motivations que précédemment, l'aspect placement doit pourtant tenir compte d'une fiscalité différente et moins avantageuse. Pour remédier à cet inconvénient, certaines formules comme les résidences de loisir et de tourisme ont vu le jour (formule « nouvelle propriété » proposée par la société « Pierres et Vacances »).

La formule plus classique d'achat d'une résidence secondaire connaît actuellement une situation difficile, en particulier pour les petits appartements (studio, F2) qui se vendent mal ou qui sont invendables. Cela peut s'expliquer par le trop grand nombre de logements construits, qui a conduit à une banalisation, et par les difficultés économiques qui ne permettent plus certaines « dépenses superflues ». Seuls les grands appartements et les grandes maisons, très rares dans les régions touristiques, semblent tirer leur épingle du jeu.

2) L'immobilier de rapport.

On recense plusieurs grandes catégories d'immobilier de rapport.

* L'immobilier de rapport à usage locatif.

Cela concerne les logements achetés pour être loués, vides ou meublés, à des particuliers. Le propriétaire peut assurer lui-même la gestion ou la confier à un mandataire (agence immobilière...). C'est un placement à long terme, étant donné les frais liés à l'achat et à la vente, qui nécessite une mise de fonds relativement élevée, et qui est peu liquide comme tous les placements immobiliers. Le rendement issu des loyers est peu élevé après déduction des frais et des impôts, mais peut devenir intéressant en cas de plus-value lors de la revente. Ce placement a néanmoins l'intérêt d'être simple dans son fonctionnement, et donc accessible à la plupart des particuliers, même si ces derniers ne possèdent que peu de compétences en gestion de patrimoine.

Il est d'ailleurs possible d'améliorer le rendement de ce type de placement en bénéficiant d'avantages fiscaux octroyés dans deux cas :

- les particuliers qui achètent des logements neufs dans la perspective de les louer bénéficient des dispositions de la loi sur « l'incitation fiscale à l'investissement locatif » qui est le prolongement de la loi dite « MEHAIGNERIE » ;
- et les particuliers qui participent à la restauration d'immeubles d'habitation dans les secteurs sauvegardés bénéficient de la loi « MALRAUX » à condition, à nouveau, de les réserver à la location.

Dans les deux cas, l'avantage fiscal se traduit par une réduction de l'impôt sur le revenu. Les professionnels déconseillent cependant de choisir ce type de placement uniquement pour les avantages fiscaux. Il faut que les autres conditions pour un bon placement (emplacement géographique, aménagement du logement) soient également présentes si l'on veut éviter des déconvenues.

Il est très difficile de conseiller ou non l'immobilier de rapport à usage locatif, tant il existe une grande diversité des situations. L'immobilier parisien, fer de lance de ce type de placement, a connu de tels soubresauts que la situation actuelle, s'il n'est pas favorable, ne doit pas faire oublier qu'il existe des opportunités dans ce domaine.

* L'immobilier de rapport à usage de bureau.

Ce type de placement a connu une très forte expansion avec une rentabilité supérieure aux locaux à usage d'habitation. Mais dans ce secteur aussi la situation est confuse aujourd'hui, les très grosses difficultés ayant succédé aux très bonnes affaires. Quoiqu'il en soit, il s'agit d'un placement généralement hors de portée des particuliers, étant donné l'importance de la mise de fonds initiale, la complexité de la gestion, et la concurrence très vive qui règne entre les professionnels de ce secteur.

* Les autres formes d'immobilier de rapport.

Parmi ces formules un peu plus originales, on peut citer : les murs de boutique, qui peuvent se révéler rentables mais risqués, les entrepôts et les garde-meubles qui se développent à cause du manque de place dans les villes, les garages et les parkings, très recherchés dans les endroits où le nombre de places de stationnement n'a pas suivi l'accroissement du parc automobile, et enfin les installations industrielles, qui ressemblent aux murs de boutique, mais avec une mise de fonds plus élevée. Cette dernière catégorie intéresse plus les chefs d'entreprises qui envisagent d'acquérir les murs de leur entreprise. On revient dans ce cas à l'acquisition de l'outil de travail.

3) Les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (S.C.P.I.).

Les S.C.P.I. sont des sociétés civiles autorisées à faire appel à l'épargne publique. Avec les fonds recueillis auprès des particuliers, elles achètent des immeubles, prioritairement des locaux commerciaux, mais aussi des immeubles d'habitation, qu'elles louent à des tiers. Les particuliers qui placent de l'argent dans une S.C.P.I. acquièrent des parts et ils sont associés. D'un point de vue fiscal, on applique la transparence.

On distingue plusieurs catégories de S.C.P.I., classées selon l'objet : S.C.P.I. traditionnelles, c'est-à-dire non spécialisées, S.C.P.I. «Loi Malraux», S.C.P.I. « Méhaignerie », S.C.P.I. de plus-values..., ou classées selon le type de gérant : S.C.P.I. indépendantes, bancaires, créées par les compagnies d'assurances ou confidentielles. Dans ce dernier cas, la S.C.P.I. ne fait pas appel public à l'épargne. Il s'agit d'un petit

groupe de personnes qui ont choisi ce statut, mais qui ne cherchent pas d'autres associés.

La formule de la S.C.P.I. permet d'investir dans l'immobilier avec une mise de fonds plus faible, sans se soucier de la gestion et avec des revenus réguliers. Mais elle ne propose pas une liquidité vraiment supérieure aux autres placements immobiliers, dans la mesure où généralement la S.C.P.I. ne garantit pas le rachat des parts, et où son rendement est extrêmement variable.

B) LES PLACEMENTS FONCIERS

Dans cette catégorie, on distingue les terrains à bâtir, les placements en terres agricoles et les placements forestiers.

1) Les terrains à bâtir

Il s'agit d'un terrain sur lequel un propriétaire peut faire édifier une construction. L'investisseur qui place son argent de cette manière a l'espoir de réaliser une plus-value lors de la revente ou à l'occasion d'une opération de construction. L'argument favorable à ce type de placement est la raréfaction des terrains disponibles en zone urbaine. En revanche, le risque est élevé puisqu'une simple révision du Plan d'Occupation des Sols (P.O.S.) peut rendre le terrain partiellement ou totalement inconstructible.

2) Les terres agricoles.

Une terre peut être exploitée, soit en « faire-valoir direct » quand le propriétaire exploite lui-même, soit en « faire-valoir indirect » quand il confie l'exploitation à un cultivateur dans le cadre d'un contrat de fermage ou, plus rarement, de métayage.

Le faire-valoir direct relève plus de l'activité professionnelle que du placement, et ne rentre donc pas dans notre analyse. Pour qu'il y ait véritablement placement en terres agricoles, il faut que les terres acquises soient destinées à la culture, qu'elles soient dépourvues de bâtiments et qu'elles soient louées.

Le particulier qui souhaite investir dans les terres agricoles peut, soit acheter directement des terres, soit acheter des parts de Groupement Fonciers Agricoles (G.F.A.). Le G.F.A. est une société civile à statut spécial. Elle fait l'acquisition, sous forme sociétaire, d'un ensemble de terres agricoles dont elle donne le bail à un fermier. On retrouve la même distinction qu'entre l'achat immobilier direct et celui de parts d'une S.C.P.I..

En terme de rentabilité, les revenus issus de la terre sont faibles, et il faut plutôt compter sur les plus-values. Mais si l'on a connu une évolution favorable du prix de l'hectare jusque dans les années 70, les quinze dernières années ont accusé une baisse en francs constants, tout cela étant évidemment très variable en fonction de la qualité de la terre.

3) Les placements forestiers.

La forêt est constituée de deux éléments : le fonds ou terrain nu, et le peuplement ou ensemble des arbres :

- La valeur du fonds dépend de nombreux facteurs : richesse du sol, climat, distance des villes, présence de gibiers ou d'étangs.
- La valeur du peuplement est fonction : de la densité des arbres, du type de forêt, des essences, de la qualité des arbres et de la facilité d'accès.

Comme pour les autres placements immobiliers, l'investisseur a le choix entre deux modes de propriété : la propriété directe et la propriété indirectes, par le biais de parts de groupements forestiers ou de sociétés civiles forestières.

Il est quasiment impossible de donner une estimation du rendement moyen, tant les situations sont incomparables. Les sources de profit sont diversifiées : plus-values sur le fonds et le peuplement, produit des coupes, subventions, droits de chasse ou de pêche... Mais les charges afférentes à ce type de placement sont également très nombreuses et relativement lourdes. Il s'agit en tout cas d'un placement à long terme qui, à défaut de présenter un rendement exceptionnel, a la réputation de garantir ou de maintenir la valeur d'un capital sur le long terme.

II) LES PRODUITS RÉGIS PAR LE DROIT DES ASSURANCES

A) DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES LEGALES

Face à la multitude de produits de placement proposés par les banques et les compagnies d'assurances, il devient difficile de les classer par famille. Afin d'isoler les produits d'assurance, c'est-à-dire les produits liés à l'assurance-vie, à l'assurance-décès, à la prévoyance, *etc.* H. MONIN¹ note que « le seul critère commun et significatif de tous ces contrats, c'est d'être régis par le droit des assurances ». Cela regroupe l'ensemble des produits qui utilisent les techniques de mutualisation des risques liés statistiquement à la durée de la vie humaine, et à la technique financière de la capitalisation.

Bien que régis par le droit des assurances, ces produits ne sont pas commercialisés uniquement par des compagnies d'assurances. Ces dernières restent les mieux placées sur le marché de la transmission du patrimoine des particuliers et de la transmission des entreprises, ainsi que sur le marché de la prévoyance, en particulier les contrats de groupe. Par contre, les banques continuent à dominer sur le marché des placements financiers et de la capitalisation.

Par définition, le régime juridique qui s'applique est celui du code des assurances. Une disposition particulièrement intéressante de ce code est la possibilité de

¹ Op. cit., Tome 2, p.188.

souscrire des contrats, permettant en cas de décès de l'assuré, le versement d'un capital aux bénéficiaires choisis par le souscripteur. Ce capital ne fait pas partie de l'actif successoral, et n'est donc pas régi par les règles strictes du droit civil en matière de succession. Ce privilège exorbitant du droit commun est néanmoins limité : les primes nécessaires pour le constituer ne doivent pas représenter une part « trop importante » des ressources, et les souscriptions ne doivent pas être réalisées dans un but immoral. De plus, le capital versé aux bénéficiaires ne peut pas être réclamé par les créanciers du ou des souscripteurs. Cet avantage vient renforcer l'avantage du libre choix successoral.

D'un point de vue fiscal, les contrats d'assurance-vie bénéficient de deux mesures favorables : la non-imposition des intérêts et des gains en capital si la durée est au moins de huit ans et une exonération des droits de succession, totale ou partielle selon l'âge de la souscription.

La famille des produits d'assurance est caractérisée par un régime juridique et fiscal spécifique. Néanmoins cette famille comprend une gamme très large de produits que l'on peut regrouper en trois catégories.

B) LA GAMME DES PRODUITS

On différencie la prévoyance, la transmission et la capitalisation.

1) La prévoyance

Les produits pour la prévoyance réunissent les différentes formes d'assurances décès temporaires. Les assurances décès temporaires prévoient le versement d'un capital ou d'une rente à des bénéficiaires désignés par l'assuré, en cas de décès ou d'invalidité de celui-ci pendant la durée du contrat. Si le risque ne se réalise pas, l'assureur ne doit rien ; il n'y a pas de valeur de rachat. Cette assurance, à fonds perdus, a essentiellement pour objet de couvrir un risque : un décès prématuré ou l'incapacité de travailler, avec les conséquences que cela entraîne sur la situation financière des personnes dépendant du salaire de l'assuré.

On distingue les assurances groupes et les assurances individuelles. Une assurance groupe est souscrite par une entreprise au profit de son salarié. Cette formule est très intéressante au niveau financier et fiscal pour celui-ci.

2) La transmission

Les conditions de souscription d'un contrat d'assurance-vie ou décès afin de transmettre un capital à un bénéficiaire, sans droits de succession, ont été profondément modifiées en novembre 1989. Il faut maintenant distinguer les souscriptions avant l'âge de 66 ans, qui sont totalement exonérées, et celles qui sont

effectuées après 66 ans, et qui doivent respecter certaines règles. Parmi celles-ci, on retient essentiellement que, pour être exonérées de droits de succession, les primes versées aux bénéficiaires devraient être au minimum égales à 133% des versements effectués par le souscripteur pendant les quatre premières années ; cette règle restant applicable en cas de décès avant la fin de la quatrième année.

H. MONIN¹ remarque que dans ces conditions, un particulier qui s'assure après 66 ans n'a plus la certitude que le capital sera versé en franchise d'impôt, à moins de choisir l'une des deux formules mises au point par les assureurs pour répondre à ces exigences :

* le contrat d'assurance décès vie entière, avec engagement de l'assureur de respecter le ratio de 133%, quelle que soit la date de décès de l'assuré, même si elle a lieu le lendemain.

Ce type de contrat existe en différentes formules : en vie entière à effet différé, à prime temporaire, à prime viagère, à prime unique.

* les assurances du type vie-universelle. Il s'agit d'une combinaison, pendant une certaine période, d'une assurance décès vie entière et d'une assurance temporaire décès toutes causes, avec prime unique.

Les formules utilisées en transmission de patrimoine doivent répondre à deux objectifs indépendants, mais d'égale importance : répartir son patrimoine comme

¹ Op. cit., Tome 2, p.200.

on l'entend, au besoin en se dégageant des contraintes du code civil (à condition de ne pas abuser), et maximiser le capital transmis aux bénéficiaires après impôt, en bénéficiant d'allègements fiscaux.

Il reste une dernière catégorie de produits de placement régi par le code des assurances à étudier : les produits pour la capitalisation.

3) La capitalisation

Les produits pour la capitalisation peuvent être classés de la manière suivante :

- Les assurances en cas de vie sans contre assurance décès. Elles prévoient le paiement d'un capital ou d'une rente, si l'assuré est en vie à une date fixée du contrat. Il s'agit d'une opération d'épargne qui prémunit contre le risque de ne pas avoir assez d'argent durant son vivant. En cas de décès avant l'échéance, l'assureur ne doit rien aux ayants droits. Cette dernière condition étant fortement contraignante, la même formule existe avec une contre assurance décès. Dans ce cas, les primes sont remboursées à un bénéficiaire désigné.
- Les contrats à versements libres. Ce sont des contrats d'assurance-vie, d'une durée minimum de huit ans, fonctionnant de manière très souple. Les sommes versées sont placées en obligations, immobilier et liquidités. La même formule existe avec des actions. Le montant versé au compte est augmenté chaque année d'un revenu correspondant au taux de rendement du contrat de l'année. Il s'agit souvent de ce que les assureurs appellent un « actif cantonné ». Il varie en fonction de l'activité du

compte, et non pas selon une moyenne de l'ensemble de la compagnie d'assurances. Ce produit convient aux particuliers qui donnent la *priorité* à la prudence et acceptent une immobilisation des fonds pendant huit ans. Il agit comme un « super compte épargne ».

- Les PEP-assurance. Ces contrats possèdent les caractéristiques des Plans Epargne Populaire mais ils sont également régis par le code des assurances. La durée du placement est de huit ans, les montants sont plafonnés et les intérêts sont capitalisés en franchise d'impôt, comme pour tous les PEP. En outre, c'est un contrat d'assurance-vie avec les avantages fiscaux et patrimoniaux que cela comporte.
- Les bons de capitalisation. Ce sont des bons au porteur émis par les compagnies d'assurances et les banques. Les sommes versées sont placées en obligations, ou en SICAV obligataires et parts de sociétés immobilières. Ces bons ont une durée minimum de huit ans et sont régis par le droit des assurances, mais ils ne possèdent pas certains avantages tels que le choix du bénéficiaire ou la transmission en exonération d'impôt. Leur principal avantage réside dans l'anonymat, puisque ces bons peuvent être émis au porteur et transmis sans formalité ni frais ; mais cette possibilité coûte cher et beaucoup d'auteurs la considèrent comme illusoire.

Les produits d'assurance destinés à la prévoyance, à la transmission du patrimoine ou à la capitalisation répondent fréquemment aux besoins exprimés par les investisseurs (en particulier dans le domaine de la mutualisation des risques, ou lorsqu'il s'agit de bénéficier de certains avantages fiscaux). Mais dans certains cas, ils n'apportent pas une réponse optimale, et il faudra se tourner vers d'autres catégories de placements, Telles que les actions.

III) L'ACTION ET SES PRODUITS DÉRIVÉS

Les actions jouent un rôle essentiel dans le développement économique des entreprises. Il s'agit également du placement le plus célèbre auprès des particuliers, même si ce n'est pas techniquement le plus accessible. Afin de mieux envisager les opportunités de ce type de placement, il faut prendre en compte l'ensemble de ses caractéristiques ; c'est l'objet de la première partie. Dans la deuxième partie, nous nous intéresserons à des produits créés lors des dernières décennies pour répondre aux nouveaux besoins des marchés financiers. Ces produits sont directement dérivés des actions ; il s'agit des options, des bons de souscription et des produits indicels.

A) L'ACTION

1) définition

Dans une optique de placement, l'action est un titre de propriété, négociable en bourse, qui représente une part du capital social d'une société anonyme ou en commandite par actions.

Juridiquement, l'actionnaire est un associé. Il possède le droit de vote lors des assemblées générales, au prorata du nombre d'actions détenues ; le droit à l'information sur les résultats et l'activité de l'entreprise ; le droit de percevoir des dividendes à la fin de chaque exercice, si les circonstances le permettent ; le droit de revendre ses actions, selon des modalités plus ou moins souples ; un droit préférentiel de

souscription et un droit d'attribution en cas d'augmentation de capital ; et enfin le droit à une fraction de capital et au boni de liquidation en cas de dissolution ou de liquidation de la société.

2) Les types d'actions

La plupart des actions sont remises aux associés, lors de la constitution de la société ou lors d'augmentation de capital, en échange d'apports en numéraire. Dans certains cas particuliers, ces actions sont remises en échange d'apports en nature. On rencontre également des actions privilégiées, qui offrent sur certains points des droits plus importants ; des actions de jouissance, émises en contrepartie d'un remboursement anticipé d'une partie du capital, et qui donnent les mêmes droits à l'exception du droit au dividende statutaire ; et les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote.

Enfin, les investisseurs peuvent acquérir des produits résultant de l'éclatement d'une action avec d'une part, les certificats d'investissement qui confèrent à leurs propriétaires les droits habituels de l'actionnaire à l'exception du droit de vote ; et d'autre part, les certificats de vote qui confèrent le droit de diriger l'entreprise mais ne donnent pas de droits sur les profits.

L'action est généralement considérée comme le produit de placement « traditionnel » le plus risqué. Il peut également être le plus rentable. Sa gestion est

extrêmement complexe et l'investisseur potentiel doit être solidement conseillé ou posséder des compétences dans ce domaine s'il choisit ce type de placement.

Contrairement aux familles de produits étudiées jusqu'à présent, l'accès au marché des actions est limité par des obstacles techniques : accès aux informations, connaissances théoriques.... Et cela est encore plus vrai lorsque l'on s'intéresse aux produits dérivés des actions.

B) Les produits dérivés

H. MONIN¹ distingue trois familles de produits dérivés des actions : les options, les bons de souscription et les produits indicels

1) Les options.

Un contrat d'option négociable sur action confère le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un nombre déterminé d'actions, à un prix fixé à l'avance appelé prix d'exercice, jusqu'à une date d'échéance appelée date d'exercice. Le prix d'une option est appelé prénum (ou prime) ; son cours est déterminé par le marché : M.O.N.E.P., marché des options négociables de Paris. Il existe deux types d'option, l'option d'achat (call) et l'option de vente (put). L'investisseur peut opter pour des stratégies plus ou moins risquées, mais de bonnes connaissances techniques sont, en tout état de cause, indispensables.

¹ Op. cit., Tome 2, p.37.

2) Les bons de souscription ou warrants.

Warrant est le mot anglais correspondant au bon de souscription, mais il désigne plus généralement les bons de souscription étrangers.

Un bon de souscription d'action est un titre négociable, coté au comptant, qui donne le droit d'acheter jusqu'à une certaine date, à un prix fixé, un nombre déterminé d'actions. La date d'échéance pour l'exercice du droit, le prix d'exercice et la quantité d'actions que l'on pourra acheter avec un bon, sont fixés dès l'émission du bon.

On se trouve en fait dans la situation de l'achat d'une option d'achat (call), avec néanmoins quelques différences : la durée est généralement plus longue (ce qui diminue le risque), la quotité n'est pas imposée, et l'exercice du bon donne lieu à la création d'une action nouvelle et non pas, comme dans le cas de l'option, au rachat d'une action existante.

Généralement les bons de souscription prennent leur origine dans un mode de financement intéressant pour les entreprises : l'émission d'obligations à bon de souscription d'actions. Cette solution intéresse également le souscripteur qui reçoit des bons de souscription à un prix d'émission très favorable, qu'il pourra ensuite revendre avec une plus-value, une fois que le bon sera détaché de l'obligation et coté séparément.

3) Les produits indiciels.

La gestion indicielle consiste à acheter, et à vendre, au comptant, à terme, et d'une façon optionnelle, le marché des actions d'une place pris dans son ensemble, avec l'objectif de contrôler le couple rentabilité-risque. Ce contrôle s'obtient en éliminant le risque spécifique aux actions et en conservant le seul risque du marché.

Cette gestion a plusieurs avantages : les coûts sont faibles ; elle permet un effet de levier ; elle donne la possibilité de couvrir et de neutraliser un portefeuille, enfin, plus généralement elle offre une gamme très large de risques et de performances et elle permet de travailler au niveau international.

Comme son nom l'indique, la gestion indicielle se base sur des indices, tels que le CAC 40 en France et le NIKKEI 225 au Japon. Les différents produits sont :

- les contrats à terme sur indice, qui confèrent l'obligation d'acheter ou de vendre l'indice, à une date future et à un prix ferme, spécifié dans le contrat. La valeur d'un contrat à terme CAC 40 correspond à 200 fois la valeur de l'indice. Sur le même principe, on peut rencontrer des options sur indice et sur contrats à terme sur indice ;
- les bons d'option sur indice. Ils sont émis par un organisme financier et donnent le droit d'acheter ou de vendre, à un prix d'exercice et jusqu'à une date d'échéance fixée à l'avance, une option sur indice qui est exercée immédiatement. Ce produit s'apparente à une option sur indice à long terme, de 1 à 3 ans.

L'objectif de la gestion indicielle est de permettre le contrôle du couple rentabilité-risque et de rendre ainsi possible une gestion par contrat avec objectif, l'organisme financier proposant des produits avec un objectif clair, mesurable et vérifiable et s'engageant sur cet objectif vis-à-vis des particuliers qui souscrivent à ces produits. Avec une SICAV indicielle pure par marché, le client choisit exactement son niveau de risque : inférieur, égal ou supérieur au risque du marché.

Les actions, et plus encore les produits dérivés des actions, ont connu une grande sophistication ces dernières années. Ce phénomène a également touché les obligations dont la gamme s'est fortement élargie.

IV) L'OBLIGATION

A) DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES

1) Définition

Une obligation est un titre remis à un prêteur en échange de son argent. Ce titre est négociable, et il constitue la fraction d'un emprunt collectif dans le cadre duquel tous les prêteurs détiennent les mêmes droits et tous les titres émis ont la même valeur nominale. Une obligation peut être nominative ou au porteur.

Les emprunts obligataires sont toujours des emprunts à long ou très long terme. En principe, toutes les sociétés par actions peuvent en émettre, mais dans la

pratique, les épargnants ne sont concernés que par les grands emprunts émis par les sociétés importantes, l'Etat et les collectivités locales.

En tant que créancier, le prêteur, appelé obligataire, n'a aucun droit de regard sur le fonctionnement de la société émettrice. En cas de défaillance de celle-ci, il passe avant les actionnaires et les créanciers ordinaires, mais après les créanciers privilégiés.

2) Les caractéristiques d'un emprunt obligataire

Tout emprunt obligataire se caractérise essentiellement par : la qualité de l'émetteur, la valeur nominale des titres, la rémunération du prêteur, la durée de l'emprunt et les modalités de son remboursement.

Toutes les obligations d'un même emprunt ont la même valeur nominale. Celle-ci ne peut pas être inférieure à 100 F. En ce qui concerne la rémunération, elle est souvent composée de plusieurs éléments pour être plus attractive : intérêts, primes, lots.

L'intérêt représente l'essentiel de la rétribution du prêteur, sauf exception (obligations à coupon zéro). Il est versé annuellement, et cela quels que soit les résultats - profits ou pertes - de l'entreprise. Cet intérêt peut être fixe ou variable.

A l'intérêt normalement versé peut s'ajouter des primes versées en une seule fois, lors de l'émission ou du remboursement. Il y a la prime d'émission quand le prêteur verse une somme d'argent inférieure à la valeur nominale du titre, et donc au montant

remboursé. Et il y a la prime de remboursement quand le prêteur perçoit, à la fin de l'emprunt, une somme supérieure à la valeur nominale du titre. Enfin, il y a les lots qui sont attribués par voie de tirage au sort, mais ce procédé est tombé en désuétude.

Les différents éléments de cette rémunération sont synthétisés sous forme d'un taux actuariel. Mais cette rémunération peut être modifiée si l'obligataire ne conserve pas ses titres jusqu'au remboursement. En effet, l'obligataire est confronté à un risque de taux qui se manifeste par la baisse ou la hausse du cours de l'obligation en Bourse. Ainsi pourra-t-il réaliser une plus-value ou une moins-value selon la cotation du moment. L'existence de cette plus ou moins-value accroît fortement la volatilité d'un placement en obligations, mais elle augmente sa liquidité en contrepartie.

Pour se protéger complètement contre le risque de taux, l'investisseur doit conserver les obligations jusqu'à l'échéance. On gagne sur le plan du risque de taux mais l'on perd sur celui de la liquidité et l'on subit le risque d'inflation ; c'est-à-dire le risque d'être remboursé avec des francs qui auront perdu une partie plus ou moins importante de leur pouvoir d'achat.

Afin de prévenir ces risques, de nouvelles catégories d'obligations sont apparues à côté des obligations plus traditionnelles. Une présentation de ces divers types d'obligations sera l'objet du prochain paragraphe.

B) LES GRANDES CATÉGORIES D'OBLIGATIONS.

La littérature consacrée aux obligations propose des classifications très diverses. Pour sa part, H. MONIN¹ retient une classification selon la couverture des risques proposée à l'obligataire.

1) Les obligations à taux fixe et les Obligations Assimilables du Trésor (OAT).

L'emprunt obligataire à taux fixe est la forme de financement de la dette publique et des entreprises la plus généralement utilisée. Elle possède l'avantage de la simplicité de fonctionnement, ce qui la rend plus accessible au grand public ; mais en contrepartie, elle n'offre pas de garantie contre les risques de taux ou d'inflation, comme certains produits plus sophistiqués.

Dans cette catégorie, on distingue : les emprunts d'Etat, les emprunts du secteur public et semi-public et les emprunts du secteur privé. L'essentiel des emprunts à long terme émis aujourd'hui par l'Etat est constitué par les Obligations Assimilables du Trésor.

Il s'agit d'obligations d'Etat, d'une durée de trois à trente ans avec un coupon annuel fixe ou variable. Il s'agit d'un produit bien adapté aux particuliers pour plusieurs raisons :

¹ Op. cit., p. 77.

- il n'y a aucun risque de signature et cela vaut bien un taux légèrement inférieur aux autres emprunts ;
- pratiquement, ces OAT représentent les seules obligations que les particuliers peuvent acheter, sans commission, à l'émission ;
- l'OAT est un produit simple, et son marché est très liquide.

Facile d'utilisation, ces produits n'offrent cependant pas de protection contre certains risques comme le risque de taux.

2) Les produits obligataires avec protection contre le risque de taux.

Ces produits comprennent les obligations à taux variables et un ensemble de produits qui essaient de réaliser un partage du risque de taux. Dans tous les cas, la protection n'est que partielle. On distingue essentiellement les obligations à taux variables et les obligations à partage du risque de taux..

Les obligations à taux variable ont un taux d'intérêt facial qui évolue dans le temps en fonction de références et selon des règles fixées à l'avance. Leur objectif est de permettre à l'investisseur d'échapper en partie au risque de taux. Les références d'indexation sont nombreuses, ce qui a pour effet de rebuter le particulier, utilisateur potentiel ; elles peuvent se ramener à trois types de références, monétaires, obligataires, obligataires d'Etat.

Mais cette protection contre le risque d'augmentation des taux a un coût pour l'investisseur : c'est la marge, c'est-à-dire la différence en plus ou en moins entre ce que devrait théoriquement rapporter l'obligation compte tenu de sa règle d'indexation et de référence à un moment donné, et le rendement qui est le sien compte tenu de la tendance du marché.

Les obligations à partage du risque de taux se présentent sous deux formes :

- les obligations à fenêtres, qui ont pour objectif de partager le risque de taux entre l'émetteur et le souscripteur. Il s'agit d'obligations remboursables au gré du porteur et de l'émetteur avant l'échéance, à certaines dates fixées à l'avance (le porteur demandera le remboursement si les taux montent, et inversement pour l'émetteur). Aussi ces possibilités ont un coût pour les deux parties. Pour le souscripteur, le taux facial est inférieur à celui d'une obligation classique et s'il demande le remboursement, il est remboursé au pair, mais son revenu de l'année est diminué. Si l'émetteur demande le remboursement, les obligations sont remboursées à un prix supérieur au nominal, mais décroissant avec la maturité.
- les Obligations à Bons de Souscription d'Obligations (OBBSO) sont des obligations assorties d'un bon donnant droit d'acheter, à des conditions, à un prix et pendant une période définie, fixés à l'avance, des obligations de même caractéristiques que les premières (nominal, taux facial, durée). Si les taux baissent, le porteur peut souscrire de nouvelles obligations à un taux avantageux, et il a une plus-value sur l'obligation

initiale. Si les taux montent, la souscription peut ne pas être intéressante et le bon peut devenir inutile.

Ces produits avec protection contre le risque de taux sont relativement répandus chez les investisseurs chevronnés, même s'ils restent difficiles d'accès pour la plupart des particuliers. Ce n'est pas le cas des produits de protection contre l'inflation, qui ont quasiment disparu. Il s'agit des obligations indexées dont l'émission est interdite depuis 1959, et qui ont peu de chance de revenir à la mode dans un contexte de baisse de l'inflation et de franc fort.

Une dernière catégorie d'obligations permet de se protéger, plus ou moins efficacement, contre les risques de taux et d'inflation.

3) Les produits intermédiaires entre l'obligation et l'action.

On différencie trois types de produits :

- les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) sont des obligations classiques à taux d'intérêt fixe, accompagnées à l'émission de bons de souscription d'actions détachables et négociables. Le bon de souscription donne le droit d'acheter jusqu'à une date donnée, un certain nombre d'actions de la société émettrice, à un

prix fixé à l'avance. Ce bon de souscription encore appelé warrant, est en fait une option d'achat¹

- Parfois la société émettrice donne une garantie de rachat du bon au cas où celui-ci ne pourrait pas être exercé à l'échéance compte tenu d'une évolution défavorable de la conjoncture. Il s'agit alors d'obligations à bons de souscription d'actions avec faculté de rachat des bons appelées en abrégé « OBSAR ».

Le taux de rendement à l'émission de l'obligation est inférieur à celui du marché ; cette différence est le coût correspondant à l'avantage donné par le bon. Le bon détaché après l'émission est coté dans la rubrique des droits.

Ce placement est peu liquide car il faut conserver l'obligation jusqu'à l'échéance pour se protéger du risque de taux, mais les bons de souscription peuvent généralement être revendus dès leur cotation à un prix largement supérieur au prix d'émission, d'où un gain en capital. Ils peuvent également être conservés pour bénéficier, éventuellement, de l'évolution favorable du cours de l'action ; mais on ajoute alors au risque inhérent aux obligations, celui propre aux actions.

- les obligations convertibles peuvent être, à la demande du détenteur, converties en un certain nombre d'actions du même émetteur, pendant une certaine période de temps, ces deux caractéristiques étant fixées à l'avance.

Comme les OBSA, les obligations convertibles s'analysent comme une obligation nue complétée par une option d'achat. Mais il existe deux différences importantes

¹ Voir infra p.92

pour le souscripteur : l'option n'est pas matérialisée par un bon détachable et négociable, et son prix est inclus en permanence dans le prix de l'obligation convertible ; il n'y a pas un prix d'exercice fixé à l'avance comme dans l'OBSA, mais un prix de conversion qui varie chaque jour puisque c'est celui de l'action.

Pour un particulier, ce produit est donc moins transparent que l'OBSA, et plus difficile à gérer.

- les titres participatifs peuvent être émis depuis 1983 par les entreprises nationalisées et les sociétés anonymes coopératives. Il s'agit d'obligations non remboursables dont le revenu est composé d'une partie fixe et d'une partie variable.

La partie fixe comporte un intérêt minimal garanti calculé sur le rendement des obligations à taux variable, et la partie variable dépend des résultats ou de l'activité de la société. Les revenus sont assimilés sur le plan fiscal aux revenus des obligations.

Créés pour favoriser le développement de l'économie sociale, les titres participatifs sont peu connus du grand public. De plus, la perspective de ne pas être remboursé du nominal implique une confiance illimitée dans la société émettrice ; il ne sera pas possible de se désengager en cas de retournement de la conjoncture. Un tel manque de liquidité ne peut que handicaper un produit de placement.

Les obligations offrent une gamme très large d'opportunités de placements, mais souffrent généralement d'un certain manque de liquidité. Les particuliers étant obligés de conserver une partie de leur épargne sous une forme

rapidement disponible, ils se tourneront plutôt, pour cette fraction, vers une autre forme de placement : les produits à taux garantis

V) LES PRODUITS À TAUX GARANTIS.

A) LA GAMME DES PRODUITS À TAUX GARANTIS.

1) Définition.

H. MONIN ¹ regroupe dans cette catégorie des produits très divers dans leur nature juridique ou dans le mode de rémunération qui est octroyé.

Cependant ces produits ont deux caractéristiques en commun :

- ils ne comportent pas de risque en capital et la rémunération est fixe et connue à l'avance ; ce sont tous des produits à taux de rendement total garanti ;
- la durée de détention va d'une disponibilité immédiate à une durée généralement inférieure à cinq ans. Ce sont donc des produits de placements intermédiaires et de trésorerie qui sont pratiquement en concurrence avec la gamme des SICAV court terme et obligataires.

Ces produits connaissent un regain d'intérêt depuis le krach de 1987, les particuliers se recentrant sur des produits moins risqués, en acceptant une rémunération plus faible. Cette catégorie de placement réunissant des placements aussi divers que les

¹ Op. cit., Tome 2, p.96.

comptes chèques, les livrets, et les titres de créances négociables, il est nécessaire de procéder à une classification.

2) Classification des produits à taux garantis.

Dans cette gamme de produits, on peut distinguer, d'une part les dépôts d'argent, d'autre part les autres produits à taux garantis ; mais cette typologie peut être affinée. Dans cette optique, H. MONIN propose de classer les placements appartenant à ces deux catégories selon plusieurs critères : le taux de rendement total avant impôt, le caractère imposable ou non, la liquidité, le caractère ouvert ou non des fonds (ANNEXE IX).

B) Les dépôts d'argent.

On distingue généralement les placements disponibles, les placements à terme et les placements affectés.

1) Les placements disponibles.

Il s'agit des placements les plus faciles d'utilisation et les plus fréquemment rencontrés. En consultant le tableau établi à partir d'une enquête du CREP

et cité par A. BABEAU¹ (ANNEXE X), on constate qu'ils sont largement majoritaires dans les patrimoines moyens ou faibles.

Il y a, d'une part, le compte chèque destiné à recevoir des sommes d'argent et à effectuer le règlement des dépenses ; il s'agit d'un compte de transaction qui n'est pas rémunéré. D'autre part les comptes sur livrets : livret A, livret B, CODEVI et livret d'épargne populaire (LEP) qui sont rémunérés ; l'argent déposé sur ces livrets étant censé rester un minimum de temps.

2) Les placements à terme

Il existe plusieurs formules :

- les comptes à terme et les bons des banques sont rémunérés librement à partir d'une durée égale à un mois, quel que soit le montant. Cependant les bons de caisse sont émis pour des durées de 1 an à 5 ans sous forme de bons au porteur ou nominatif. Il est conseillé de prendre des bons d'un montant unitaire faible, car le remboursement avant échéance est pénalisé.
- les bons à intérêts progressifs, encore appelés « bons d'épargne » sont généralement émis pour une durée de 5 ans, mais il existe également des bons de 1,2,3 ou 4 ans. Ils ressemblent aux bons de caisse, mais la différence essentielle réside dans la rémunération qui est fixée à l'avance pour chaque échéance. Il y a donc une procédure simplifiée de remboursement anticipé. Ces bons peuvent être émis par le

¹Op. cit., p.41.

Trésor, on les appelle alors « bons du Trésor sur formules », ou par d'autres organismes : Caisse d'Epargne, Crédit Agricole...

- les prêts à des particuliers avec l'intervention d'un notaire. Cette opération proposée à une clientèle traditionnelle est très risquée ; aussi est-il nécessaire d'avoir une hypothèque de premier rang sur les biens de l'emprunteur ou, mieux encore, d'avoir une garantie bancaire de bonne fin.

3) Les placements affectés.

Ces produits permettent d'effectuer des placements affectés à la réalisation d'un objectif, se loger pour l'épargne logement, créer ou reprendre une entreprise pour le livret d'épargne entreprise. Dans les deux cas, l'opération comporte deux phases : une phase d'épargne et une phase d'emprunt (éventuelle). Actuellement, ces produits ne sont intéressants que par la possibilité qu'ils donnent d'emprunter à un taux avantageux. on peut citer :

- l'épargne logement, qui peut être utilisée pour financer la résidence principale (usage propre ou logement en location) qu'il s'agisse d'un achat d'appartement neuf, ancien, ou en viager, d'une construction, ou de certaines dépenses d'amélioration et de réparation. Le financement de la résidence secondaire est possible dans les cas d'achat d'immeuble neuf, d'extensions et de certaines dépenses d'amélioration et de réparation. L'épargne logement comporte deux régimes : le Plan Epargne Logement (PEL) et le Compte Epargne Logement (CEL).
- le Livret Epargne Entreprise (LEE), qui a succédé en 1984 au livret d'épargne des travailleurs manuels. Son objectif est de faciliter la création ou la reprise d'une petite

entreprise, quel que soit son statut (y compris professions libérales, coopérative, entreprise individuelle...). Toute personne physique fiscalement domiciliée en France peut ouvrir un LEE.

C) LES AUTRES PRODUITS À TAUX GARANTIS.

1) Les titres de créances négociables (TCN).

Il s'agit de titres représentant une créance, négociable sur un marché réglementé, mais non cotés en bourse, d'une durée de 10 jours à 7 ans, et dont la rémunération est très voisine du taux du marché monétaire. Ils sont de plus en plus assimilés à des valeurs mobilières.

Ces bons d'un montant unitaire de un million de francs, portent des noms différents selon les organismes financiers qui les émettent, ils comprennent :

- les certificats de dépôt, émis par les banques (10 jours à 5 ans) ;
- les billets de trésorerie, émis par les entreprises (10 jours à 2 ans) ;
- les bons du Trésor en compte courant (10 jours à 7 ans), émis par l'Etat par l'intermédiaire de la Banque de France ;
- les bons des institutions financières, dits bons IFS (2 à 7 ans) émis par les institutions financières spécialisées telles que le Crédit National, le CEPME, et le Crédit Foncier de France.

Ces produits sont pratiquement sans risque, et sont intéressants pour les particuliers disposant de montants importants à placer pendant une période bien définie. Les SICAV monétaires sont de plus en plus investies en TCN.

2) Les fonds communs de créances.

Ce nouveau produit résulte du développement de la titrisation qui a pour objectif de soulager le bilan des banques d'actifs lourds comme les prêts immobiliers, et de faciliter ainsi le respect de ratios réglementaires entre fonds propres et total du bilan.

L'organisme qui rachète ces créances se finance en émettant des parts représentatives de ces créances, qui sont souscrites par des OPCVM que les particuliers peuvent racheter, étant entendu que le souscripteur ne prend pas le risque de remboursement des prêts qui est assuré. Le taux de rendement total est garanti, le taux de rendement actuariel est inférieur à celui de l'argent à long terme au moment de la souscription, mais il reste fixe jusqu'à l'échéance quelle que soit l'évolution des taux. Il s'agit de fonds fermés, c'est-à-dire que la souscription n'est possible que dans une certaine période. La durée de détention est de 2 à 4 ans.

3) Les OPCVM et contrats à taux de rendement garanti

Ce produit existe sous trois formes :

- les fonds obligataires, ouverts, à taux de rendement minimum garanti. Il s'agit de fonds communs de placement, émis à des échéances fixes de 1,2,3 ou 5 ans et

comportant pour une valeur d'origine fixée, une valeur finale minimum connue à l'avance et garantie. Un taux de rendement total minimum est donc garanti à condition d'avoir souscrit à l'émission et d'être resté investi jusqu'à l'échéance. Ces fonds sont ouverts c'est-à-dire qu'on peut entrer ou sortir entre les dates d'émission et d'échéance ; mais dans ce cas le taux est évidemment différent du taux garanti et dépend des valeurs liquidatives aux dates d'entrée et de sortie.

- les fonds obligataires et monétaires, ou contrats fermés à taux de rendement minimum garanti. La conception générale de ces produits est toujours basée sur l'investissement des fonds recueillis sur des supports ayant des échéances très voisines de celles du fonds, obligations ou instruments monétaires. Mais il y a deux différences : il s'agit de fonds fermés, avec une période de détention minimale de généralement 2 ans, et la forme juridique est soit celle d'un fonds commun de placement, soit celle d'un contrat entre la banque et son client.
- les fonds d'actions à taux de rendement garanti. Il s'agit de fonds permettant sur deux ans de participer aux variations positives de l'indice CAC 40 sans encourir de pertes en capital. Ce résultat est obtenu en plaçant environ 90% des actifs du fonds en instruments monétaires, et les 10% restant dans des instruments à effet de levier, par exemple des call-warrants sur l'indice CAC 40. Le fonds est théoriquement ouvert ; mais en fait, pendant les deux premières années des droits d'entrée et de sortie dissuasifs sont prévus pour assurer la stabilité nécessaire et éviter des coûts d'investissement ou de désinvestissement des capitaux.

Les produits à taux garantis représentent une gamme très large de placement, que l'on a parfois tendance à opposer aux produits proposés par les

O.P.C.V.M., alors que ces deux formes d'investissements peuvent se révéler complémentaires.

VI) LES OPCVM

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) ont pour objectif le placement, en valeurs mobilières et instruments monétaires assimilés à des valeurs mobilières, de fonds versés par des particuliers. Le gérant a en charge la gestion du portefeuille, le dépositaire est responsable du dépôt des titres acquis par le fonds. Ces OPCVM sont dits fiscalement transparents en ce sens que les particuliers sont à quelques exceptions près dans la même position fiscale que s'ils étaient directement propriétaires des valeurs.

Au regard de leur fonctionnement, il existe deux grands types d'OPCVM : les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et les Fonds Communs de Placement (FCP). En terme de commercialisation, il y a lieu de distinguer entre les OPCVM coordonnés, ainsi dénommés parce qu'ils suivent la législation européenne et peuvent donc être commercialisés en Europe, et les OPCVM non coordonnés, commercialisés uniquement en France. Du point de vue des revenus distribués, on différencie les OPCVM de capitalisation, où le rendement dégagé par les actifs de l'organisme n'est pas distribué mais réinvesti dans le fonds, c'est-à-dire capitalisé ; les OPCVM qui distribuent les revenus effectivement encaissés ; et les OPCVM indiciels, nommés ainsi parce que leur objectif est de suivre l'évolution d'un indice de référence (par exemple l'indice SBF).

A) LES SICAV

1) Définition

Les SICAV sont des sociétés qui revêtent toujours la forme anonyme. En pratique, elles n'ont ni personnel ni locaux. Elles sont gérées par des banques, des compagnies d'assurances ou des sociétés de bourse. Les actions de SICAV peuvent être cotées à la bourse de Paris.

Les SICAV ont été créées pour permettre aux particuliers d'investir en Bourse de manière indirecte, c'est-à-dire sans devoir subir de « plein fouet » les effets des variations des cours. Pour atteindre cet objectif, des épargnants se regroupent au sein d'une société d'investissement dont ils seront actionnaires. Cette société utilise le capital collecté à l'achat d'actions et d'obligations cotées en Bourse. Tout argent apporté par un épargnant augmente le capital de la société. Celle-ci l'utilise immédiatement pour acheter des valeurs mobilières. A l'inverse, lorsque l'épargnant désire récupérer son investissement, la société revend des valeurs mobilières et rachète les actions de l'épargnant, diminuant ainsi son capital. Le capital de ce type de société variant sans cesse, ces sociétés sont dites de fait « à capital variable ».

2) Les différents types de SICAV

Les SICAV se différencient les unes les autres en fonction des catégories de valeurs qu'elles détiennent en portefeuille. On les classe généralement en fonction de la politique d'investissement qu'elles ont définie.

Certaines se spécialisent dans un marché donné tel que le marché français, américain ou japonais. D'autres se spécialisent dans certaines catégories de valeurs, on distingue : les SICAV d'obligations, qui investissent essentiellement dans des obligations ou des liquidités ; les SICAV dites de première catégorie qui n'investissent que dans des obligations émises ou garanties par l'Etat (ou par des collectivités publiques de premier plan) ; les SICAV immobilières qui investissent l'essentiel de leurs avoirs en actions de sociétés foncières et immobilières ou de sociétés immobilières d'investissement et de SICOMI ; les SICAV se spécialisant dans un secteur économique déterminé (énergie, or, travaux publics, *etc.*).

On trouve également des SICAV de trésorerie, des SICAV de réméré dites aussi monétaires, des SICAV à revenus trimestriels, des SICAV de capitalisation et des SICAV à compartiments.

Les SICAV existent sous des formes très diverses, mais on leur reconnaît certains points communs. Du côté positif, la gestion est déléguée à des spécialistes, la division des risques est plus poussée, et la fiscalité plus favorable. Du côté négatif, on reproche essentiellement la lourdeur de la gestion.

B) LES FCP

1) Définition

La loi définit les Fonds Commun de Placement comme une copropriété de valeurs mobilières et de sommes placées à court terme ou à vue, qui n'a pas la personnalité morale, et qui n'est soumise ni aux dispositions du Code civil régissant l'indivision, ni aux dispositions régissant les sociétés.

Un FCP n'est pas une société ; c'est un portefeuille de valeurs qui est partagé entre de nombreux investisseurs. Les porteurs de parts n'ont pas, à l'inverse des porteurs d'actions de SICAV, une position d'actionnaires. Néanmoins, ils ont droit aux revenus, à une information régulière et à la libre disposition de leurs parts qu'il peuvent, en principe, céder à un autre particulier sans passer par le gérant. Les parts de FCP peuvent être cotées en Bourse.

2) Les types de FCP

On retrouve, dans le domaine des FCP, les mêmes spécialisations qu'en matière de SICAV. On rencontre des FCP d'obligations, de valeurs françaises, de valeurs immobilières, de valeurs étrangères et de réméré.

Il existe cependant une variété particulière de FCP, les FCP à risques. Elles ont reçu une mission originale et font l'objet, sur certains points, d'une

réglementation particulière. Les FCP à risques ont été conçues pour inciter l'épargne à s'investir dans les sociétés non cotées en Bourse, les titres de ces sociétés doivent représenter 40% des avoirs des FCP. Il s'agit d'un placement qui, à l'image des Sociétés de Capital Risque classiques, peut se révéler très risqué mais aussi très rentable. Certaines modifications apportées au régime des FCP en font, en plus, un placement peu liquide, mais il bénéficie d'avantages fiscaux importants. En tout état de cause, il faut avoir recours aux conseils d'un spécialiste pour se lancer dans ce type de placement.

Avant, de clore cette section consacrée aux placements traditionnels, nous allons envisager la plus ancienne forme de placement : l'or.

VII) L'OR

A) DÉFINITION ET MARCHÉ

1) Définition et caractéristiques

L'or est à la fois : un symbole de puissance et de richesse, une matière première et une valeur de placement.

De tout temps et dans la plupart des grandes civilisations, l'or a été recherché pour ses qualités et sa rareté ; à ce titre, il a un caractère de mythe. En outre, il a été pendant longtemps un moyen de paiement. Ce rôle s'est perfectionné avec le système de l'étalon-or dans lequel les unités monétaires étaient définies par un certain

poids d'or. Mais, depuis 1971, l'or n'a plus ce rôle dans le système monétaire international.

L'or est une matière première utilisée dans l'industrie. L'offre correspond à la production minière des différents pays augmentée des ventes nettes officielles des banques centrales à d'autres Etats. L'offre est supérieure à la demande pour les besoins industriels, le solde représente la partie disponible pour les investissements financiers.

L'or est un placement que l'épargnant peut acquérir ou vendre. La quantité d'or détenue par les particuliers est presque aussi importante que celle qui s'entasse dans les coffres des organismes monétaires nationaux et internationaux. La thésaurisation privée ne se prête évidemment pas à des mesures précises. Elle est néanmoins estimée entre 30.000 et 40.000 tonnes. Ces stocks privés se répartissent à parts égales entre lingots et pièces, d'une part, et bijoux, d'autre part. La fortune privée française en or est constituée approximativement d'un tiers de lingots et deux tiers de pièces, essentiellement des napoléons. On peut estimer que la quantité d'or détenue en moyenne par chaque Français dépasse de très loin la quantité moyenne détenue par les citoyens des autres pays développés, et que la France est le seul pays où les particuliers possèdent plus d'or que leur gouvernement.

2) Le marché

L'or est l'objet d'échanges permanents, et certains d'entre eux s'effectuent directement entre institutions publiques, c'est-à-dire hors marché ; d'autres, y compris en provenance ou à destination d'organisations publiques, revêtent la forme d'achats et de ventes au plus offrant. Leur ensemble constitue le marché international de l'or.

On distingue les marchés libres où les transactions ont lieu de gré à gré, et les marchés internationaux organisés, à terme ou au comptant. A la Bourse de Paris, les matières d'or admises à la négociation sont uniquement : les barres, les lingots et les pièces au nombre de quinze. Les particuliers n'ont pas accès à l'enceinte du marché et doivent passer par un intermédiaire.

Nous avons essentiellement évoqué le placement en lingots ou en pièces d'or lors des paragraphes précédents, mais il existe en fait de nombreux placements or, que l'on peut répartir en deux grandes catégories : ceux qui consistent à s'approprier un objet constitué en tout ou partie du précieux métal, et ceux dont l'objet réside dans l'acquisition de valeurs mobilières plus ou moins étroitement liées à l'or.

B) L'OR MÉTAL ET L'OR PAPIER

1) L'or métal

Le terme « or métal » recouvre l'ensemble des choses en or : barres, lingots, pièces, médailles, bijoux et or en vrac. Dans tous les cas, il existe un risque de perte ou de vol, qui peut être limité par un dépôt dans une banque. Mais cette précaution possède un inconvénient majeur : elle interdit l'anonymat, qui est un des principaux atouts de ce type de placement.

Pour un placement en or métal, l'espérance de profit dépend de l'évolution des cours qui reste une inconnue. Les décennies précédentes ont vu s'alterner des périodes de stagnation, de hausses brutales et de baisses : fin juin 1978, l'once d'or valait 184 \$ contre 600 \$ fin juin 1980 et seulement 322 \$ fin décembre 1985 ; il s'agit donc d'un marché hautement spéculatif car très volatil. Les spécialistes considèrent que les facteurs influençant le cours de l'or sont traditionnellement, les crises et les tensions politiques internationales (choc pétrolier de 1979), les taux d'intérêts et l'inflation, les cours du pétrole et des autres matières premières, et enfin les déséquilibres entre l'offre et la demande.

2) L'or papier

Depuis le remboursement des emprunts indexés sur l'or, les seuls titres liés à l'or que l'on peut acheter sont : les actions des mines d'or, détenues directement ou par l'intermédiaire d'OPCVM ; les SICAV investies en or métal (fonds off-shore à Luxembourg) ; et les actions de la Banque des règlements internationaux (BRI).

Les mines d'or sont très largement représentées dans l'ensemble des valeurs étrangères cotées à Paris dans les départements du règlement mensuel ou du comptant. Elles peuvent être classées selon l'origine géographique (Amérique du nord ou Afrique du sud) ou selon la sensibilité aux variations du prix de l'or. Dans le deuxième cas, on distingue les mines d'or dites « de qualité » qui ont un coût d'extraction faible, une teneur en or forte, une longue durée de vie et un bon rendement du dividende ; et les mines dites « spéculatives » qui ont un coût d'extraction élevé, avec une faible teneur en or et une durée de vie moyenne. D'une manière générale, les cours des actions des mines d'or sont plus volatils que l'or. Leur cours à Paris dépend en effet du prix de l'or, de la parité \$-FF, du degré de sécurité politique du pays d'origine et de la tendance du cours des actions en général sur leur place de cotation (Londres et New-York).

Il existe des SICAV investies en actions de mines d'or. Les OPCVM n'ont pas le droit en France, d'être investis en or-métal, ni en actions de la Banque des règlements internationaux. En revanche, des fonds au Luxembourg où cette limitation n'existe pas, sont spécialisés dans l'investissement en or métal, du moins pour un

certain pourcentage de leur actif ; ces fonds, comme les actions étrangères non cotées à Paris, peuvent être achetés par un résident français.

Les actions de la Banque des règlements internationaux sont considérées, pratiquement, comme indexées partiellement sur l'or. Ces actions qui ne peuvent être souscrites que sous la forme nominative sont cotées au comptant à Paris.

En conclusion, on peut dire que l'or métal est un placement à forte volatilité et à risque élevé. Il ne rapporte pas de revenu, et il est peu liquide car les périodes de baisse des cours ou de maintien à des cours déprimés peuvent durer plusieurs années. Ses avantages sont l'anonymat (même s'il est relatif au niveau fiscal), une fiscalité favorable et la possibilité de détenir des montants importants sous de faibles volumes (lingots) ou sous une forme qui peut être facilement scindée (pièces). Les actions des mines d'or détenues directement ou par l'intermédiaire de SICAV et FCP sont également des placements à forte volatilité et à risque élevé, peu disponibles en cas de tendances défavorables durables, mais qui rapportent des dividendes.

H. MONIN¹ conclut ainsi son analyse du placement en or : « (Tout cela laisse à penser que) l'or a actuellement perdu son caractère de valeur refuge et il ne semble pas qu'il puisse le regagner en l'absence de tensions internationales graves et sans reprise de l'inflation. Il s'agit d'un produit qui n'est peut-être plus tout à fait adapté aux particuliers. »

¹ Op. cit., Tome 2, p.235.

Cette première section¹ nous a permis de faire un tour d'horizon des sept familles de placements traditionnels et d'en apprécier la diversité. Il faut maintenant tirer les conclusions utiles pour la suite de cette étude.

VIII) CONCLUSION

L'analyse des différentes familles de produits traditionnels montre à quel point la gamme des placements offerts à un investisseur est large. En contrepartie, il semble impossible, même pour un spécialiste de gestion de patrimoine, de connaître parfaitement tous ces produits ; ce qui explique le recours à des professionnels des différents secteurs : immobilier, assurances, marchés financiers, lors de la mise en oeuvre d'une stratégie patrimoniale.

Mais il apparaît surtout important de pouvoir comparer ces produits, afin de déterminer ceux qui correspondent le mieux aux besoins spécifiques de chaque client.. En effet, les actions sont plus risquées, mais également plus rentable, que les obligations, par contre ces deux formes de placement ne présentent qu'un intérêt financier, et ne procurent aucune satisfaction psychologique, contrairement à l'immobilier par exemple. Pour faire face à une telle multitude de contraintes, le

¹ Il faut préciser que la plupart des informations présentées dans cette première section sont extraites de deux ouvrage déjà cités :

GUILLON (Pierre-Marie) et LENGAIGNE (Jean-Jacques) : « Memento des professionnels du patrimoine 1991 », PATRIMOINE MANAGEMENT & TECHNOLOGIES , 1991.

MONIN (Henry) : « Gestion de patrimoine, Tome 2, La gamme des placements », SEFI, 1992.

gestionnaire de patrimoine doit pouvoir se référer à une typologie, établie en fonction de critères précis, qu'il faudra au préalable identifier ; c'est l'objet de la prochaine section.

SECTION II : LA CLASSIFICATION DES CRITERES DE COMPARAISON DES PRODUITS DE PLACEMENT

Les produits de placement sont classés différemment selon que l'on se place sous l'angle juridique ou économique. Ces deux types de classement, très intéressants, bien que très théoriques, font l'objet d'un rappel dans la première partie de cette section ; mais ils ne peuvent pas entièrement satisfaire un gestionnaire de patrimoine. Les objectifs de ce dernier sont très différents, car seule compte l'efficacité en vue d'une optimisation de la stratégie patrimoniale. Il faut donc choisir d'autres critères, plus financiers, dont le nombre varie selon les auteurs, mais qui tournent toujours autour des axes suivants : la rentabilité et le risque. Ces critères seront étudiés dans la deuxième partie de cette section, avant de proposer, dans une troisième partie, une typologie des produits de placement en fonction de ces critères.

I) RAPPELS THEORIQUES : LES CRITERES TRADITIONNELS DE CLASSEMENT DES BIENS ET DES DROITS.

A) LES CRITÈRES JURIDIQUES.

On peut se référer à la classification proposée par B. MERCADAL et P. MACQUERON¹. Ces derniers précisent que les personnes juridiques jouissent de droits qui sont mis à leur disposition par la loi. Ces droits, portant sur des choses, sont

¹MERCADAL (Barthélémy) et MACQUERON (Pierre) : « Le droit des affaires en France », éditions Francis Lefebvre, 1994, pp.104-127.

appelés des « biens » dans le langage juridique. Ainsi le propriétaire d'une maison est, en terme juridique, le titulaire d'un droit de propriété sur une chose (la maison). Il faut distinguer la classification des choses, de la classification des droits.

1) La classification des choses.

- On distingue tout d'abord les choses **appropriables** de celles qui ne le sont pas. En principe, toutes les choses peuvent faire l'objet de propriété privée, à l'exception de celles dont l'usage est commun à tous, par exemple l'air ou l'eau de la mer ;
- On peut également classer les choses selon leur nature, de trois manières :
 - ⇒ Selon qu'il s'agit ou non d'une chose **fongible**. Les choses fongibles ou « choses de genre » sont celles qui sont interchangeables, comme le blé ou l'essence. Par opposition, les biens non fongibles ont une identité propre ne permettant pas de les remplacer exactement, par exemple une voiture immatriculée.
 - ⇒ Selon qu'il s'agit ou non d'une chose **consomptible**. Les choses consomptibles sont celles dont on ne peut se servir qu'en les détruisant ou en les aliénant (par exemple, des aliments ou du carburant). Les choses non consomptibles sont, au contraire, celles dont on peut faire un usage prolongé (par exemple, un vêtement ou une maison).
 - ⇒ Selon qu'il s'agit de choses frugifères ou non frugifères. Les choses frugifères sont celles qui sont susceptibles de produire des fruits (loyers d'une maison, intérêts d'une somme d'argent). Par opposition aux fruits, on

appelle produits ce qui est procuré par une chose sans périodicité ou avec altération de substance (par exemple, les produits des mines et des carrières).

- En dernier lieu, on établit une différence entre les choses meubles et les choses immeubles. Parmi les immeubles on distingue :

⇒ Les immeubles par nature : c'est-à-dire le sol (surface et sous-sol) et ce qui est fixé au sol, ainsi que les meubles incorporés à la construction, tels que les briques ou les planches ;

⇒ Les immeubles par destination : c'est-à-dire des meubles qui sont juridiquement considérés comme des immeubles parce qu'ils sont l'accessoire d'un immeuble ; tels les volets d'une maison ou les machines attachées à une terre agricole ;

⇒ Les immeubles « par l'objet auquel ils s'appliquent ». Il ne s'agit pas de choses mais de droits considérés comme des immeubles parce que leur objet a un caractère immobilier. Tel est le cas, notamment, des droits réels immobiliers, comme un usufruit portant sur un immeuble.

Tous les biens qui ne sont pas des immeubles entrent dans la catégorie juridique des meubles. Parmi ces derniers, on peut citer :

⇒ Les meubles par nature. Sont meubles par nature toutes les choses mobiles, qu'elles se déplacent elles-mêmes (animaux) ou par l'effet d'une force étrangère (choses animées) ; à l'exception du corps humain qui n'est pas une chose.

- ⇒ Les meubles par anticipation, sont des immeubles par nature, traités comme des meubles (par anticipation), parce qu'ils sont destinés à le devenir dans un proche avenir en n'étant plus fixés au sol, par exemple, une récolte sur pied.
- ⇒ Les meubles incorporels. Il s'agit de droits réels portant sur des meubles, comme les créances ou les parts sociales et les actions des sociétés.

2) La classification des droits.

Il est traditionnel d'opposer les droits patrimoniaux aux droits extra-patrimoniaux. Les seconds, composés de droits familiaux et des droits de la personnalité n'ont aucune valeur pécuniaire et sont incessibles, ils n'intéressent donc pas la gestion de patrimoine. Les droits patrimoniaux sont quant à eux scindés en trois catégories, selon leur objet : les droits personnels, les droits réels et les droits intellectuels.

- Les droits **personnels**. Egalement appelés droits de créance permettent à une personne (appelée créancier) d'exiger d'une autre personne (appelée débiteur) une prestation (un travail) ou une abstention (non-concurrence par exemple). Ce sont donc des droits qui n'ont d'effet qu'à l'égard d'une personne ou de certaines personnes déterminées.
- Les droits **réels** confèrent un pouvoir absolu, et opposable à tous, sur une chose corporelle. On différencie généralement les droits réels principaux et les droits réels accessoires.

- ⇒ Les droits réels principaux. Il s'agit du droit de propriété avec ses attributs cumulés (usus, fructus, et abusus) et des démembrements de la propriété (l'usufruit, le droit d'usage, la servitude...);
 - ⇒ Les droits réels accessoires sont ceux qui se trouvent adjoints à un droit de créance pour le renforcer, tels que l'hypothèque, le gage ou le nantissement.
- Les droits **intellectuels** (ou de **clientèle**). Ce sont des droits ayant une valeur pécuniaire, mais que l'on ne peut ni classer dans les droits personnels, ni dans les droits réels. Il s'agit de monopoles d'exploitation portant soit sur :
 - ⇒ des oeuvres de l'esprit : oeuvres littéraires ou artistiques, inventions, brevets.
 - ⇒ des clientèles résultant notamment d'une marque, de dessins et modèles, d'un nom commercial..

Cette classification, à partir de critères strictement juridiques, n'est pas directement utilisable en gestion de patrimoine. Cependant, elle recoupe partiellement les préoccupations des professionnels de ce domaine. Le critère « frugifère », par exemple, est essentiel pour un placement ; on calcule différemment la rentabilité d'un bien qui procure des revenus réguliers (obligations, immobilier de rapport) et celle d'un bien qui ne dégage qu'une plus-value éventuelle (or métal, objets d'art et de collection). Mais les critères juridiques sont surtout importants sur le plan fiscal, en particulier, la distinction entre les biens meubles et immeubles, qui ne sont pas soumis aux mêmes règles d'imposition. Etant donné le rôle déterminant de la fiscalité lors du choix d'un

placement, on comprend pourquoi une typologie, purement juridique, doit être prise en compte à un moment de l'analyse.

Une autre typologie, elle aussi fondamentale, peut jouer un rôle lors de l'analyse ; il s'agit de la classification selon les critères économiques.

B) LES CRITÈRES ÉCONOMIQUES.

On peut rappeler à ce sujet, la définition d'un bien économique et les diverses classifications proposées par le « dictionnaire économique et social¹ ».

1) Définition d'un bien économique.

De manière générale, tout ce qui permet de satisfaire un ou des besoins est un bien. Cependant, tous les biens ne sont pas des biens économiques. Ainsi, l'air que nous respirons n'est pas un bien économique car ce n'est pas un bien rare ; il le devient quand, par exemple, dans certaines villes polluées du Japon, les consommateurs paient pour une « bouffée d'air pur » fournie par des appareils. La définition d'un bien économique varie suivant les courants d'analyse. Deux définitions pour un terme aussi utilisé, cela peut paraître étrange. Pourtant, ces différences correspondent à une estimation différente de la valeur qui est une des divergences de base entre les courants de pensées libéraux et marxistes.

¹BREMOND (Janine) et GELEDAN (Alain) : « Dictionnaire Economique et Social », HATIER, 1981, p.34.

Dans la terminologie libérale, un bien économique est tout objet ou service qui procure de l'utilité, existe en quantité limitée et s'échange sur le marché à un certain prix. L'alcool, le tabac ou un tableau de REMBRANDT sont des biens économiques. Mais une multitude de choses ne sont pas des biens pour les libéraux, soit parce que personne ne les désire (les méduses, par exemple), soit parce que personne ne peut se les approprier (telle la pluie non artificielle).

Dans la terminologie marxiste, un bien économique est le produit du travail humain ; il doit être reproductible et posséder une valeur d'usage. Le fait qu'un bien économique soit le fruit du travail de l'homme fait que la beauté d'un coucher de soleil ne peut être classée comme bien économique. L'exigence d'une reproductibilité du bien signifie que l'oeuvre d'art unique par exemple n'est pas un bien économique.

2) Les classifications économiques.

Il existe plusieurs critères de classification économique.

- Dans un premier temps, on distingue les biens **de production** et les biens **de consommation**. Les biens de production sont des biens permettant de produire d'autres biens (exemple : les machines-outils). Les biens de consommation (finale) sont destinés à l'usage direct des individus qui en tirent une satisfaction immédiate. Ils se divisent généralement en biens durables dont la consommation s'étend sur une période assez longue : voitures, téléviseurs... et biens non-

durables détruits immédiatement lors de l'acte d'utilisation : les aliments, le carburant. Quant aux biens semi-durables, ce sont ceux qui se dégradent par une utilisation régulière à une vitesse moyenne (par exemple des vêtements). Les biens ne sont pas toujours par nature « de production » ou de « consommation » : ainsi une voiture peut elle être un bien de production quand elle se destine à transporter des matières premières pour un entrepreneur, et un bien de consommation lorsqu'elle sert de moyen de transport pour les loisirs.

- On différencie également les biens selon qu'ils font l'objet d'une consommation **individuelle** ou **collective**. Dans de nombreuses circonstances, la consommation d'un bien par un individu exclut toute autre personne de la consommation de ce bien précis. C'est par exemple le cas lors de l'achat de vêtements ou d'aliments. Une fois ces produits achetés, il n'y a que le propriétaire qui puisse les utiliser. Une telle consommation est dite individuelle. Dans d'autres cas, au contraire, le service est indivisible et peut donc bénéficier à de nombreux individus en même temps : la consommation est collective. L'Education nationale, les transports en commun ou les émissions de radio ou de télévision en sont des exemples. On dit aussi que les biens collectifs sont des biens dont l'usage par une personne de plus à un coût nul.
- Sur un autre plan, on distingue les biens et les services selon qu'ils correspondent à une production **marchande** ou **non-marchande**. La consommation de biens et services marchands représente la consommation de biens ou de services qui s'échangent sur un marché et dont le prix est supérieur au coût de production. Tandis que la consommation de services non-marchands correspond, quant à elle, à

la consommation de services fournis gratuitement ou quasi-gratuitement par les administrations et pour lesquels les ménages ne paient qu'une partie relativement faible du coût de production. A ce titre, pour assurer ces services non-marchands, la collectivité met à la disposition de tous des équipements collectifs : routes, dispensaires, lycées... De nombreux besoins sont ainsi satisfaits en dehors de toute considération de rentabilité.

- En dernier lieu, on peut rappeler la terminologie de l'INSEE qui a été évoquée dans le précédent chapitre. L'INSEE distingue :

⇒ Les biens de **consommation finale** : c'est l'ensemble des biens directement utilisés pour la satisfaction des besoins humains. Ils comprennent les biens et les services marchands achetés par les ménages, y compris les activités de leurs domestiques, mais à l'exclusion des logements achetés, comptés comme formation brute de capital fixe.

⇒ Les biens **intermédiaires** : c'est l'ensemble des biens autres que le capital fixe, et les services marchands consommés au cours du processus de production (par exemple les briques utilisées par une entreprise de construction).

⇒ Les biens **d'équipement** : c'est l'ensemble de biens utilisés au cours du processus de production et dont la durée de vie est d'au moins un an (par exemple, les machines, camions, bâtiments industriels...).

Il faut de nouveau remarquer que si ce type de classification ne correspond pas exactement aux besoins des gestionnaires de patrimoine, ces derniers se

référeront néanmoins souvent à des concepts comme les biens durables ou de production lors de leur analyse.

Il était important de rappeler les différentes typologies juridiques et économiques afin de mettre en évidence les caractéristiques possibles d'un bien. Il reste maintenant à se placer sous l'angle de la gestion de patrimoine et à étudier les critères retenus dans ce cas.

II) LA CLASSIFICATION DES CRITÈRES RETENUS EN GESTION DE PATRIMOINE.

Il est nécessaire, dans un premier temps, de présenter une liste de ces critères qui soit la plus large possible avant, dans un second temps, de les regrouper et de proposer une classification opérationnelle.

A) LES CRITERES RETENUS EN GESTION DE PATRIMOINE.

Afin d'établir une liste des critères généralement utilisés en gestion de patrimoine, il est intéressant de se reporter, d'une part à l'ouvrage de M. FRATANI¹, d'autre part à l'ouvrage publié par l'I.F.C.A.M.². La synthèse de ces deux ouvrages permet de retenir un ensemble de neuf critères : la rentabilité, le risque, la liquidité,

¹ *Op. cit.*, p.95.

² IFCAM : «Gestion globale du patrimoine privé», ECONOMICA, 1993, p.75.

l'horizon de placement, la fiscalité, l'usage, le plaisir, le mode de gestion, et la divisibilité que nous allons tous étudier successivement.

1) La rentabilité

Afin de définir la rentabilité, il faut d'abord la distinguer du rendement. Le rendement est égal à l'ensemble des revenus générés annuellement par l'actif et divisés par la valeur de marché de cet actif. Alors que la rentabilité tient également compte des plus (ou moins) values annuelles sur la valeur de l'actif. La rentabilité est donc égale au rendement plus ou moins les plus values et divisé par la valeur de marché.

Il s'agit du critère le plus connu car probablement le plus facile à appréhender pour des non-spécialistes. Cependant, même si son rôle est primordial, la rentabilité reste indissociable des autres critères, en particulier le risque, si l'investisseur ne veut pas aller au devant de mauvaises surprises.

2) Le risque

On oppose deux principaux types de risques : la faillite et la rentabilité.

Le risque de faillite est le risque de tout perdre. Pour les porteurs d'actions, ce risque prend la forme d'une faillite d'entreprise ; mais sur le marché de l'art, il s'agit d'une erreur quant à l'authenticité. En fait, il est impossible d'éliminer totalement ce risque ; aussi l'investisseur doit-il donc agir avec la plus grande prudence.

Le risque de rentabilité est, quant à lui, le risque de ne pas obtenir la rentabilité attendue. On le mesure généralement par l'écart-type des résultats obtenus, c'est-à-dire par la dispersion de ceux-ci autour de la moyenne ; on parle également de volatilité. Si cette volatilité est forte, il y a la même probabilité d'avoir une rentabilité très élevée que d'avoir une rentabilité très faible.

3) La liquidité

C'est la plus ou moins grande facilité à acheter ou revendre un actif. Les actifs qui s'échangent sur des marchés organisés (actions, obligations...) bénéficient d'une plus grande liquidité que l'immobilier ou les objets d'art et de collection. Cela s'explique par la présence d'un lieu de confrontation de l'offre et de la demande, et par l'existence de coûts de transaction plus faibles pour les actifs financiers.

4) L'horizon de placement

Il s'agit de la durée minimum d'immobilisation d'un actif avant de pouvoir le revendre. Ce délai peut avoir une origine légale ou contractuelle, s'il est prévu dans le contrat de départ, ou résulter de la nécessité d'attendre une valorisation suffisante pour couvrir les frais de transactions.

5) La fiscalité

Elle influence directement, et souvent fortement, la rentabilité d'un placement. Ce critère doit cependant rester secondaire dans la mesure où il n'existe pas de garanties quant à la longévité des mesures fiscales. Qu'il s'agisse du droit à déduction des intérêts d'emprunt pour les résidences secondaires (qui a subitement disparu dans les années 70) ou des plafonds d'exonération pour les reventes de SICAV (qui ont une nette tendance à diminuer), il faut toujours prendre des précautions lorsque l'on intègre des avantages fiscaux dans le calcul de la rentabilité.

6) L'usage

On s'intéresse dans ce cas à la fonction première du bien. Cet aspect est particulièrement important dans le cas des placements immobiliers, ce qui n'est pas négligeable dans la mesure où ce poste représente une part essentielle du patrimoine de nombreux particuliers. La valeur d'usage est également primordiale pour ceux qui sont propriétaires de leur outil de travail.

7) Le plaisir

Il s'agit d'un élément essentiel en ce qui concerne les placements en objets d'art et de collection, mais aussi l'immobilier de loisirs. Il n'est pas impossible de concilier plaisir et rentabilité à condition de faire preuve d'un minimum de discernement lors de l'achat. Toutes les collections ne se valorisent pas, mais seulement

un certain nombre d'entre-elles : les peintures, les sculptures, l'argenterie, la numismatique ou les timbres-poste de collection font figure de valeurs-refuge en montrant une bonne résistance face à l'érosion monétaire sur le long terme. Le principal handicap est généralement l'obligation de les conserver longtemps afin de couvrir des coûts de transaction relativement élevés.

8) Le mode de gestion

Un particulier peut en effet choisir entre la gestion directe de ses placements et la gestion indirecte ou collective.

La gestion directe implique de disposer de temps et de solides connaissances. Cette méthode restreint obligatoirement le champ des placements, tant le fonctionnement de chaque marché est spécifique et compliqué. Il paraît d'ailleurs difficile de ne pas avoir ponctuellement recours aux conseils d'un spécialiste.

Quant à la gestion indirecte, c'est-à-dire le recours à des mandataires, elle concerne surtout les investissements fonciers ; alors que la gestion collective concerne plutôt les actifs financiers, en particulier par le biais des OPCVM. Dans ce dernier cas, l'objectif est d'améliorer les performances financières en bénéficiant de la compétence d'un spécialiste, et de jouer sur le regroupement des investisseurs pour diversifier les risques ; le principal obstacle réside dans l'importance des frais de gestion qui grève parfois fortement le supplément de rentabilité.

9) La divisibilité de l'actif.

Il s'agit du montant de la « mise de fonds » minimale pour acquérir un actif. Ce critère établit une séparation nette entre les différentes catégories d'investisseurs, en fonction de la taille de leur patrimoine. En effet, le nombre de particuliers capables de placer leur argent dans des immeubles ou des peintures valant plusieurs millions de francs est relativement faible. Les particuliers à la tête de patrimoines moyens, mais néanmoins intéressés par la mise en place d'une stratégie patrimoniale, cherchent des placements nécessitant une mise de départ de quelques milliers de francs, afin de respecter le principe de diversification ; cela explique le succès des formules telles que les SICAV, les FCP ou les SCPI. Dès lors, certaines catégories d'objets d'art et de collection, par exemple les timbres-poste de collection, qui sont abordables pour quelques milliers ou dizaines de milliers de francs, peuvent représenter des opportunités, à condition d'avoir une bonne connaissance de ce type de marché.

Il existe donc, en gestion de patrimoine, de nombreux critères de comparaison entre les produits. Ils sont tous pertinents, mais la prise en compte d'un aussi grand nombre d'éléments ne permet pas d'avoir une vue synthétique, dans la perspective d'une prise de décision rapide et efficace. Il faut donc essayer de regrouper ces critères afin de dégager quelques grands axes de décision, les deux principaux étant la rentabilité et le risque.

B) LE COUPLE RENTABILITE-RISQUE

L'analyse des critères cités précédemment montre, et cela est confirmé par la pratique, que les deux grands axes décisionnels sont généralement le risque et la rentabilité ; ces deux derniers étant intimement liés et évoluant dans le même sens. En effet, un investisseur n'acceptera de prendre un risque plus grand que s'il bénéficie d'une rentabilité plus importante.

Il serait donc intéressant de voir dans quelle mesure les critères énumérés précédemment sont en fait tous rattachés à ces deux notions afin, ensuite, de proposer une classification des placements en fonction de ces deux critères.

1) Les critères rattachés à la rentabilité.

Parmi les neuf critères étudiés précédemment, plusieurs ont en fait un impact direct sur la rentabilité, ou peuvent être analysés comme une forme différente de rentabilité.

Ce dernier aspect concerne essentiellement deux critères : l'usage et le plaisir. En effet, la rentabilité est définie comme le rapport entre la somme des revenus et des plus ou moins values obtenues divisées par la valeur de marché. Ce calcul ne prend donc en compte que des éléments financiers quantifiables ; or, il est certain que de nombreux placements ont, si l'on se place uniquement sous cet angle, une rentabilité négative ou nulle.

Les exemples sont nombreux, à commencer par le placement le plus répandu et qui occupe une place extrêmement importante dans le patrimoine des Français : l'immobilier. Un particulier qui achète son logement souhaite que ce dernier se valorise avec le temps, ou tout au moins ne se dévalorise pas trop ; mais la perspective d'une plus-value n'est généralement pas sa principale motivation. Comme nous l'avons déjà précisé¹, il existe des motifs de satisfaction psychologique non négligeables. La valeur d'usage doit donc également être considérée comme une forme de rentabilité et donc une contrepartie du risque, même si elle est non quantifiable.

Un autre exemple illustre d'ailleurs très bien l'importance que peut parfois revêtir cette valeur d'usage ; il s'agit des particuliers qui sont propriétaires de leur outil de travail. En effet, lors d'une étude que nous avons réalisée² sur le lien existant entre l'évolution du coût du capital d'une PME et l'apport de capitaux extérieurs, nous avons pu constater un phénomène intéressant. Il apparaît qu'un certain nombre de propriétaires de PME préféreraient emprunter de l'argent à un taux élevé et voir le coût du capital augmenter sensiblement, ce qui impliquait pour eux une perte de rémunération ou dans le pire des cas une faillite, plutôt que d'accepter l'arrivée de capitaux extérieurs et éventuellement perdre le contrôle de leur entreprise. Cet autre exemple montre à quel point la valeur d'usage a effectivement le caractère d'une « rentabilité » non financière.

¹ Voir page 76

² FEUILLOLEY (Marc) : « L'impact du recours à une Société de Capital-Risque sur le coût du capital d'une entreprise », Mémoire majeur de DEA en Sciences de gestion, Université de Lille, 1992.

Dans le même ordre d'idée, le plaisir peut également avoir un rôle essentiel lors du choix de certains placements. Une critique peut nous être adressée sur le choix du terme « placement » dans cette circonstance, mais tout le problème réside alors dans sa définition. Si l'on se réfère à la notion de placement comme instrument de la gestion de patrimoine, c'est-à-dire comme à un élément du patrimoine permettant d'atteindre des objectifs en fonction de contraintes, le plaisir, en général celui du collectionneur, peut être considéré comme un objectif. Cependant, le plaisir n'est quasiment jamais la seule motivation ; le collectionneur espère que l'oeuvre d'art ou l'objet de collection qu'il a acheté va prendre de la valeur ou tout au moins résister à l'érosion monétaire. Dès lors, la rentabilité purement financière va être complétée par le plaisir de posséder un objet ; il s'agit selon certains auteurs d'une « quasi-consommation ».

La rentabilité, au sens strictement financier, peut être complétée par la valeur d'usage et par le plaisir. Mais elle est également directement influencée par un autre facteur, la fiscalité. Ce critère présente l'avantage, lors du calcul de la rentabilité, d'être plus facilement quantifiable. L'investisseur définit une rentabilité financière avant fiscalité et déduit l'ensemble des taxes et des impôts pour calculer sa rentabilité nette. Il serait tentant d'intégrer cette dimension fiscale dans une formule générale de calcul mais cette méthode se heurte à deux obstacles. Tout d'abord, et comme nous l'avons déjà précisé, les mesures fiscales ont une durée de vie parfois très courte. Elles servent d'instrument de régulation aux différents gouvernements et sont donc soumises aux aléas conjoncturels. Les assiettes de calcul, les taux d'imposition, les opérations

concernées ou les plafonds d'exonération peuvent très rapidement changer. On se trouve donc dans une position paradoxale, puisqu'il n'est pas possible d'occulter la fiscalité lors du choix d'un placement, mais que personne ne peut garantir le résultat exact à long terme. Le deuxième obstacle, de moindre importance, concerne la méthode de calcul de l'impact fiscal. En effet, si certaines taxes sont calculées directement sur la plus value réalisée ou le revenu perçu, quelle que soit la situation du bénéficiaire, d'autres dépendent en fait de celle-ci, par exemple l'impôt sur le revenu des personnes physiques ou les droits de succession. Dans ce cas de figure, le calcul de l'impact fiscal sera individualisé.

La rentabilité, critère déterminant de comparaison des placements, ne se limite donc pas à un rapport entre un flux financier et une valeur de marché. La fiscalité, d'une manière concrète, mais aussi la valeur d'usage et le plaisir, d'une manière plus subjective, vont modifier la manière d'appréhender ce concept et de l'évaluer.

Nous venons de voir qu'il était possible de regrouper un certain nombre de critères autour de la notion de rendement. Cette méthode est également applicable à la notion de risque.

2) Les critères rattachés au risque.

Parmi les critères cités précédemment, plusieurs permettent de caractériser et éventuellement de mesurer le risque attaché à un placement. Tout d'abord la liquidité. Dès lors qu'un placement est difficile à vendre, en général à cause d'une demande insuffisante, le risque de rentabilité mais également celui de faillite augmente.

Le détenteur de parts sociales ou d'actions d'une société non cotée aura souvent des problèmes pour céder ses titres, même lorsque l'entreprise est prospère ; si en plus, celle-ci rencontre des difficultés, cela deviendra quasiment impossible. Très souvent, il n'accepte un degré de risque aussi élevé que dans la mesure où cela lui permet d'être propriétaire de son outil de travail, la contrepartie étant la valeur d'usage attribuée à ce bien.

Dans le domaine tout à fait différent qui est le notre, celui des objets d'art et de collection, le problème du manque de liquidité est également présent. On peut néanmoins plus facilement distinguer le risque de faillite, qui est susceptible de toucher certaines pièces, et le risque de rentabilité, appelé volatilité. Le risque de faillite est tout d'abord lié au problème de l'authenticité. Il faut cependant reconnaître que le recours aux experts limite très fortement ce problème ; à moins de se trouver face à une escroquerie, mais cela existe pour toutes les formes de placements. Ensuite le risque de faillite peut être lié à des phénomènes de mode, en particulier lorsque l'on s'intéresse à l'art contemporain. Miser sur un nouveau talent peut être lucratif, mais le risque de stocker des pièces très difficiles à négocier par la suite n'est pas négligeable. C'est en

particulier la spéculation sur l'art contemporain qui a engendré le krach de 1991 sur le marché de l'art et actuellement de nombreux investisseurs se retrouvent avec des pièces invendables, alors qu'ils les avaient achetées plusieurs dizaines de milliers de francs. Cependant, cela ne représente qu'une petite fraction du marché de l'art et il existe, à l'inverse, de nombreuses valeurs sûres. Qu'il s'agisse ainsi de peintures, de sculptures, d'argenterie ou de timbres-poste de collection, on trouve beaucoup de pièces pour lesquelles il n'existe pas de doute quant à l'authenticité et qui sont assez facilement revendables.

Néanmoins, si le risque de faillite est faible pour cette catégorie d'objets d'art et de collection, le risque de rentabilité lié au manque de liquidité, lui, n'est pas nul. En effet, les biens qui ne sont pas échangés sur des marchés structurés, tels que les marchés financiers, subissent généralement des coûts de transaction très élevés, ce qui implique d'attendre une importante valorisation avant de pouvoir les revendre avec une plus-value. Il faut de plus attendre qu'un intermédiaire organise une vente rassemblant suffisamment d'acheteurs potentiels, pour espérer obtenir un prix intéressant, ce qui peut fortement allonger les délais. Dès lors, un investisseur obligé de revendre dans l'urgence ce type de placement, pour faire face à des difficultés imprévues, risque fort de perdre de l'argent.

Il semble donc que le critère de la liquidité influence directement le risque et correspond même à une forme de risque. Dans le même registre, l'horizon de placement tend à accroître le risque quand il s'allonge. Etre obligé de laisser son argent pendant plusieurs années, en échange d'avantages fiscaux ou par crainte de se voir

infliger des pénalités en cas de retrait anticipé, représente un danger en cas de retournement de la conjoncture. En effet, il est intéressant de placer un capital à 10% quand l'inflation est à 5% mais si cette dernière augmente rapidement, il serait loisible de se désengager, ce qui n'est pas toujours possible avec certains placements imposant une durée minimum de placement assez longue.

D'une manière générale, ne pas avoir la faculté de disposer rapidement de son argent accroît systématiquement le risque attaché à un placement. Mais le risque peut également dépendre d'un autre critère, lui aussi cité précédemment, la divisibilité. Il s'agit d'un aspect important dans la mesure où il détermine les possibilités de diversification. La théorie financière a ainsi démontré que la diversification est le meilleur moyen de réduire le risque sans affecter la rentabilité d'un portefeuille de titres ; mais cette conclusion s'applique également à un portefeuille de placements au sens large. Un particulier possédant un budget limité pour réaliser des placements va donc se heurter au problème de la divisibilité s'il veut élargir son choix. Plus celui-ci se portera sur des biens impliquant une mise de départ élevée, et moins il pourra diversifier la gamme de ses placements, ce qui accroîtra le risque global. Afin d'y remédier, nous avons déjà indiqué la possibilité de se tourner vers les S.I.C.A.V., les S.C.P.I. ou certaines catégories d'objets d'art et de collection, comme les timbres-poste de collection, plus accessibles à un patrimoine moyen.

Il apparaît donc que le risque attaché à un placement n'est pas seulement caractérisé par la volatilité de la rentabilité obtenue, mais également par la liquidité, l'horizon de placement et la divisibilité propre à ce bien.

Tous ces développements ont essayé de démontrer que les multiples critères retenus en gestion de patrimoine se rattachaient à un axe stratégique essentiel, le rapport entre la rentabilité et le risque. Un dernier critère n'a pas encore été évoqué, il s'agit du mode de gestion, mais on constate immédiatement qu'il répond à la même problématique. En effet, la gestion directe est susceptible d'augmenter la rentabilité en éliminant les coûts liés aux intermédiaires, mais en contrepartie elle augmente le risque d'erreur, l'investisseur ne pouvant pas être un spécialiste de toutes les formes de placement.

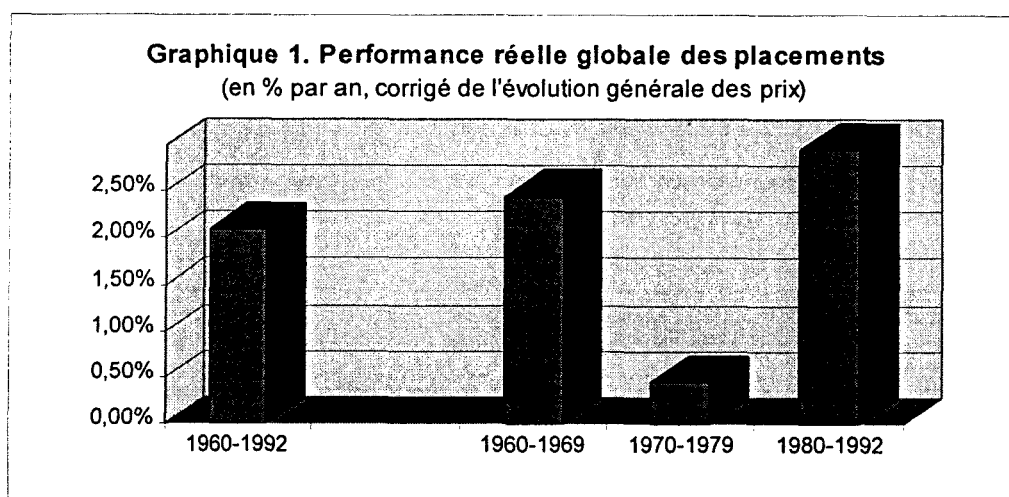
Les critères de classification des différentes formes de placement étant maintenant définis, la prochaine étape va nous conduire à l'élaboration d'une typologie.

III) UNE TYPOLOGIE DES PLACEMENTS

De nombreuses études consacrées aux placements traditionnels, tels que nous les avons définis dans la première section, s'intéressent uniquement à l'aspect rentabilité d'un placement. Elles ne peuvent être ignorées tant les informations qu'elles fournissent sont importantes, et elles feront donc l'objet du premier point. Mais elles sont évidemment insuffisantes dans la mesure où le risque n'est pas pris en compte, et il faudra les compléter par des études comparatives intégrant cette autre dimension.

A) LA CLASSIFICATION DES PLACEMENTS SELON LE CRITÈRE DE LA RENTABILITÉ.

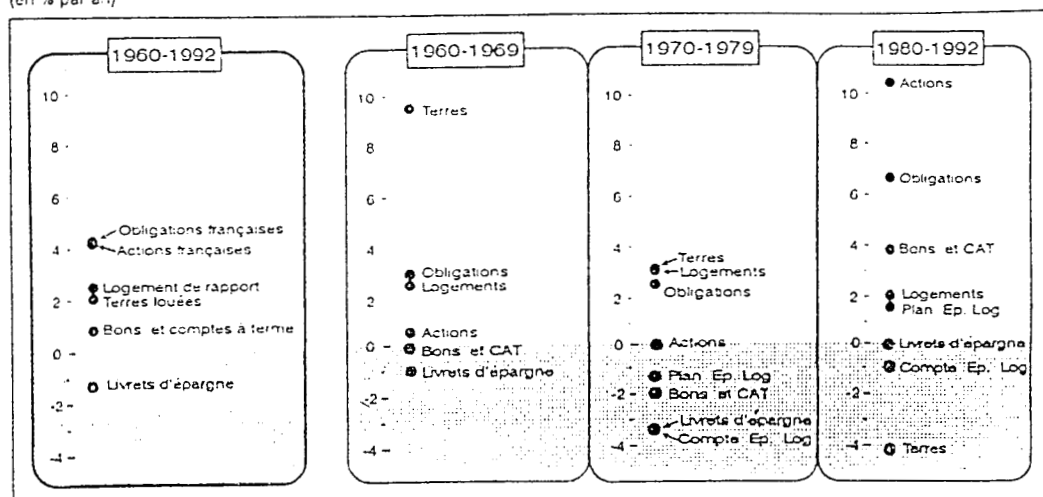
Beaucoup de travaux ont été consacrés à l'évaluation de la rentabilité des placements à plus ou moins long terme. On peut en particulier citer un travail du CERC¹ (Centre d'étude des revenus et des coûts) qui présente, sur la période 1960-1992, un panorama des performances de différents placements. Dans un premier temps (graphique N°1), les auteurs ont calculé la performance réelle globale de l'ensemble des placements, sur la période entière, puis par sous-période de 10 ans environ. Il s'agit des performances avant impôt sur le revenu, mais après déduction (pour le logement et les terres louées) des différentes charges d'entretien et impôts spécifiques.



¹MALPOT (Jacques) et PAQUEL (Véronique) : « La performance des placements depuis 1960 », *Problèmes Economiques* N° 2347, octobre 1993, pp.1-4

Dans un deuxième temps (graphique N°2), ils ont calculé la performance réelle globale, période par période, des différents placements afin de les comparer.

Graphique 2. Performance réelle globale de différents placements (en % par an)



Au-delà des résultats calculés, ce graphique met surtout en évidence une grande mouvance dans la hiérarchie de ces placements à partir du critère de la rentabilité ; ce qui confirme la nécessité de diversifier son patrimoine. Il apparaît cependant que cette étude, comme beaucoup d'autres¹, ne prend en compte que l'aspect rentabilité, et occulte totalement le risque. Cela se justifie par le fait que les auteurs cherchaient à

¹ Parmi les ouvrages et les articles, on peut citer :

MAROIS (William) : « Investir dans le monde, Perspectives des placements financiers 1929-1993 », P.E.S. Dossiers, HACHETTE, 1989, graphique page 101.

CHEDEBOIS (Marc) et BALIN (Jacqueline) : « Rentabilité comparée des actions, des obligations et des placements à court terme, en France, sur la période 1950-1979, face à l'inflation », Analyse financière 41, 2^o trimestre 1980, pp.35-49

LAFORST (Pierre) et SALLEE (Philippe) : « Le pouvoir d'achat des actions des obligations et de l'or de 1914 à 1976 », Economie et statistiques 86, février 1977, pp.61-67.

Cet article fait suite à plusieurs articles sur le même thème, du même auteur, publiés à partir de 1969 (les références exactes sont indiquées dans la bibliographie).

FABRE (Robert) : « Les placements en obligations, en actions et en or. », Economie et statistiques N° 133, mai 1981, pp 45-55

définir des éléments statistiques et ne se plaçaient pas sous l'angle de la gestion de patrimoine ; mais il est maintenant nécessaire d'envisager une typologie plus adaptée à nos besoins.

B) UNE TYPOLOGIE SELON LE COUPLE RENTABILITÉ-RISQUE.

Si le calcul de la rentabilité se révèle souvent difficile, en particulier à cause de la fiscalité (sans parler de la valeur d'usage ou du plaisir), celui du risque se heurte à des obstacles encore plus nombreux. La détermination de la dispersion de la rentabilité autour de la moyenne donne une estimation intéressante, mais elle ne prend pas en compte les problèmes de liquidité ou d'horizon temporel et éventuellement de divisibilité.

Nous allons donc envisager une typologie qui s'appuie sur le couple rentabilité-risque. Dans un premier temps, le risque sera envisagé uniquement sous l'angle de la volatilité. Dans un deuxième temps, l'approche sera plus globale et plus proche de celle utilisée par les gestionnaires de patrimoine.

1) Une approche du risque mesuré par la volatilité.

Depuis de nombreuses années la théorie financière s'est inspirée des travaux de MARKOVITZ sur la dispersion des rendements. L'élément clé est de constater que dans le patrimoine d'un investisseur, les risques ne s'additionnent pas toujours et peuvent éventuellement se compenser. Dès lors, l'objectif est de choisir la

combinaison optimale qui permettrait de minimiser le risque du portefeuille pour une rentabilité donnée. Cette approche, absolument essentielle, n'est généralement utilisée que pour des portefeuilles composés d'actions et d'obligations ou en tous cas de produits boursiers. La détermination d'une frontière d'efficience prenant en compte d'autres catégories d'actifs est extrêmement rare, mais il faut citer au moins deux études réalisées sur ce thème : la première réalisée par Bruno SOLNIK¹ et qui intégrait l'immobilier, l'or, les diamants et les matières premières, en plus des traditionnelles actions et obligations ; la seconde réalisée par Pascal MORIEUX² et qui intégrait les commodes Louis XV en plus des actions et des obligations. Cette dernière a le mérite d'analyser une catégorie de placements souvent délaissée, les objets d'art et de collection, mais elle se révèle moins propice à une typologie considérant une large gamme de produits de placement. Au contraire, les calculs réalisés par Bruno SOLNIK nous fournissent, en préalable à la construction des frontières d'efficience, une analyse de la rentabilité et du risque (ramené à la notion d'écart-type) de l'ensemble des placements envisagés, à l'exception de certains objets d'art et de collection : livres et manuscrits, monnaies d'or (le louis XIII), sculptures, antiquités (meubler français), peintures (Maîtres anciens), autant de placements pour lesquels les données n'étaient pas jugées suffisamment fiables.

¹ SOLNIK (Bruno) : « Inflation et placements financiers », Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires (CESA), Les cahiers de recherches , 1977.

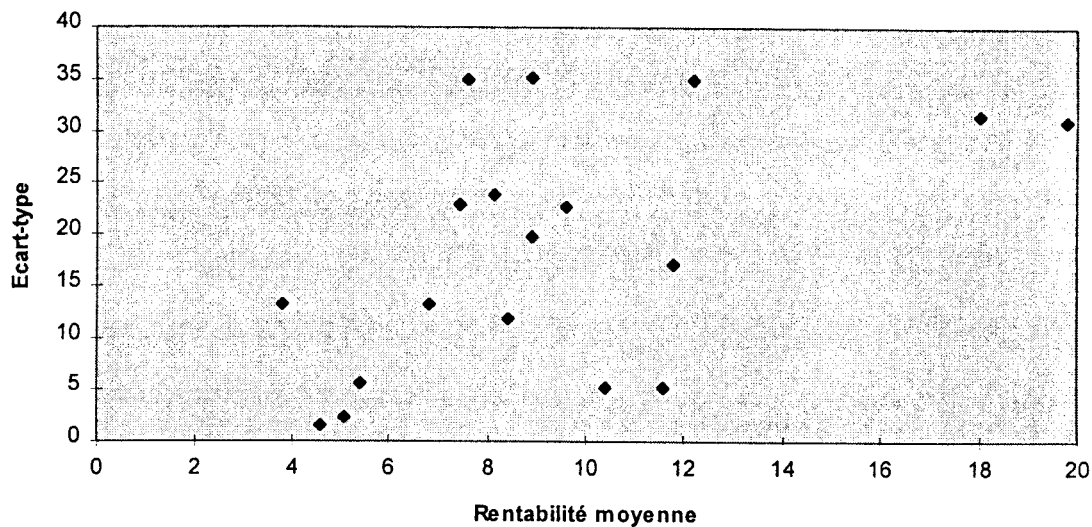
² MORIEUX (Pascal) : « Satisfaction, profit et risque retirés d'un placement en actifs non-financiers », Université de Lille 1 , 1980.

Les résultats obtenus (sur la période 1950-1975) sont résumés dans un tableau dont un extrait est donné ci-après (Tableau N° 3). Nous les avons ensuite traduits sous forme graphique (graphique N°3).

Tableau N°3. Moyenne et écart-type de la rentabilité de différents placements.

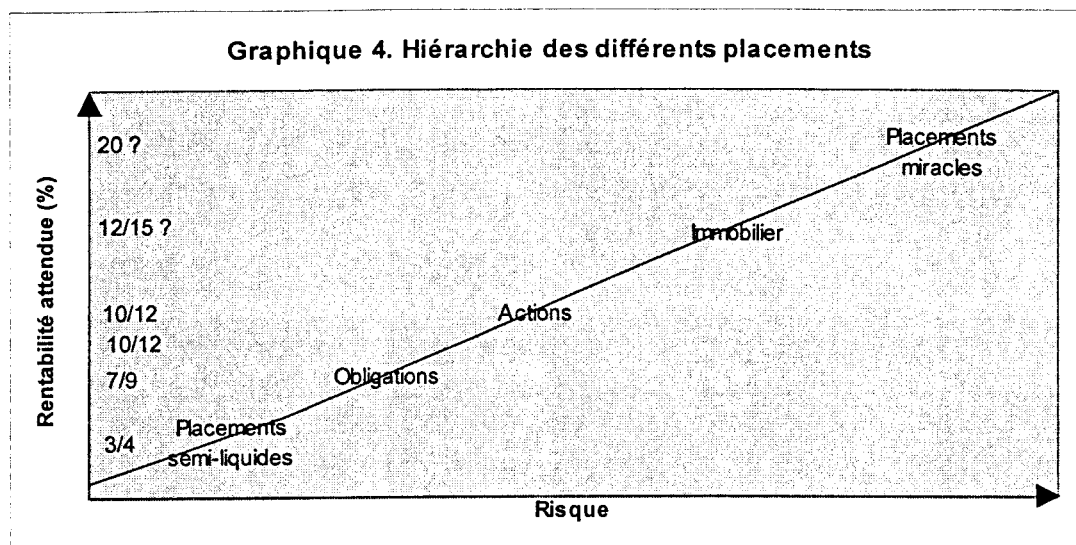
Placements	Rentabilité moyenne (en %)	Ecart-type (en %)
Indice de prix	5,4	5,7
Bons à court terme	5,1	2,4
Obligations	4,6	1,5
Actions Françaises	9,6	22,7
Actions Américaines	11,8	17,0
Actions Japonaises	19,8	30,8
Actions Britanniques	8,1	23,9
Actions Allemandes	18,0	31,4
Indice des prix à la construction	6,8	13,3
Loyers	11,6	5,2
Terres agricoles	10,4	5,2
Forêts	12,2	34,9
Or, lingot	7,4	23,0
Mines d'or	8,9	35,2
Argent	8,9	19,8
Diamant	8,4	11,9
Emeraude	7,6	34,9
Matières premières (reuter)	3,8	13,3

Graphique 3. Analyse du couple rentabilité-risque d'une gamme de placements.



Ce graphique laisse apparaître le paradigme selon lequel le risque est une fonction positive de la rentabilité, un investisseur n'acceptant un risque plus élevé que s'il obtient une rentabilité plus élevée. Il est intéressant de confirmer cette règle sur une gamme étendue de placements et de voir que l'on rejoint l'opinion, parfois plus empirique, des gestionnaires de patrimoine ; on peut, par exemple, rappeler un graphique sur « la hiérarchie des différents placements » proposé par l'IFCAM¹ (Institut de Formation du Crédit Agricole Mutuel) dans son ouvrage :

¹Op. cit., p.99.



Cette méthode nous permet d'établir un premier classement selon les deux critères essentiels que sont la rentabilité et le risque. Il est important d'observer que ce classement ne permet pas de désigner tel ou tel placement comme la solution idéale. Il permet seulement de définir celui qui correspond le mieux, soit au niveau de rentabilité espérée, soit, à l'inverse, au niveau de risque accepté. Plus précisément, il doit nous permettre de définir la combinaison optimale répondant aux besoins de l'investisseur. Plus ce dernier sera averse au risque, et plus le pourcentage d'obligations et de placements semi-liquides sera important dans son patrimoine. Inversement, « l'aventureux » s'orientera plus vers les actions et certains « placements miracles », même si cette appellation nous paraît un peu abusive dans la mesure où elle assimile des biens à très haut risque comme les conteneurs ou les parts de vaches laitières, et les objets d'art et de collection qui, s'ils ne sont pas faciles d'accès, ne sont pas pour autant aussi dangereux.

Cette typologie est le point de départ de toute stratégie visant à définir une gamme de placement. Elle risque cependant de ne pas toujours être adaptée lors du diagnostic patrimonial. En effet, la plupart des particuliers, titulaires d'un patrimoine moyen mais néanmoins concernés par la gestion de patrimoine, connaissent mal les mécanismes concernés et raisonnent plutôt en terme de projet et de durée d'indisponibilité des fonds. Les critères de liquidité et d'horizon temporel revêtent alors un caractère essentiel ; tout d'abord pour des raisons sécuritaires, on souhaite pouvoir faire face à un imprévu ; ensuite en terme de réalisation d'un objectif, tel que l'achat d'une résidence principale, l'argent doit être disponible au bon moment. Pour cette catégorie d'investisseurs, le risque ne se limite pas à la volatilité, il est appréhendé globalement et prend en compte l'ensemble des critères définis précédemment¹.

Afin de parler le même langage que ses clients, le professionnel peut alors se reporter à des typologies plus adaptées à cette démarche ; c'est l'objet du prochain paragraphe.

2) Une typologie basée sur une approche globale du risque.

Dans son ouvrage, H. MONIN rappelle que² « Le critère de la liquidité des actifs est prioritaire. Il ne servirait en effet à rien d'avoir un ensemble d'actifs avec une forte rentabilité totale, si on prenait le risque de ne pas pouvoir obtenir les liquidités nécessaires, dans des conditions satisfaisantes, quand les échéances arrivent, quand le

¹ Voir infra p. 132.

² MONIN (Henri), *op. cit.*, tome 1, p.107.

moment est venu de réaliser ses projets, ses objectifs, de consommer, de faire face aux imprévus. »

D'un point de vue opérationnel, l'auteur propose un tableau intitulé « Echéances des objectifs et cohérence des placements », qui est reproduit ci-dessous (Tableau N°4) :

Objectifs et produits
Echéances des objectifs et cohérence des placements

<i>objectifs/échéances</i>	accumul.	transmis.	projets, capital. (t) échéance			sécurité qq-j-6 m	consomm. utilisation
	sans échéance		≥ 8 ans	2 à 7 ans	6 m-2 ans		
<i>liquidité croissante</i>							
A. immobilier							
01. résidence principale	X	X					X
02. immo. rapport (type Paris)	X		X				X
03. SCPI, de qualité, à terme fixé			X				X
04. emprunts immobiliers			X	X			
B. produits, code assurances							
05. pour la prévoyance		X					
06. pour la capitalisation			X				
07. pour la transmission		X					
C. valeurs mobilières, dérivés							
08. actions en direct	X		X	X			
09. SICAV actions par marchés (pures, indicelles, quantitatives)	X		X	X			
10. warrants étrangers par sicav	X		X	X			
11. bons de souscription français	X		X	X			
12. options sur indices	X		X	X			
13. call (put) warrant sur indices	X		X	X			
D. support de trésorerie, et placements intermédiaires							
14. Sicav obligataire, A et B				X			X
15. Sicav CT, sensible, A et B					X		X
16. Sicav CT, régulière A et B					X		X
17. Sicav compartiments monét.					X	X	X
18. Sicav CT monét, capitalisation					X	X	X
19. bons négociables à CT (TCN)					X	X	X
20. compte chèque						X	

TABLEAU N°4

L'expression « sans échéance » correspond aux objectifs qui n'ont pas d'échéances définies ; c'est le cas de l'accumulation et de la transmission. L'argent est ainsi placé d'une façon quasi-permanente. Les projets de capitalisation correspondent à

une échéance moyenne de six mois à huit ans, et les deux dernières colonnes intéressent des délais très courts.

Ce tableau va donc permettre une mise en adéquation des objectifs et des placements afin d'éliminer au maximum le risque de non-disponibilité, qui est un risque important pour de nombreux particuliers. Ce critère n'est cependant pas suffisant, la rentabilité et la volatilité devant également être prises en compte lors de l'analyse, si l'on veut obtenir une approche globale. Afin d'atteindre cet objectif, H. MONIN propose un autre tableau (tableau N°5) intitulé « Objectifs et produits -Les produits et leurs caractéristiques », reproduit ci-après :

Objectifs et produits Les produits et leurs caractéristiques						
critères	risque en capital	rendement total	indisponibilité accept. des fonds investis			
			≥ 8 ans	2 à 7 ans	6 m - 2 ans	< 6 mois
produits risque croissant						
A. sans risque						
20. compte chèque	0	—				X
19. bons négociables à CT (TCN)	0	—			X	X
18. Sicav CT monét. capitalisation	0	—				X
04. emprunts Immobiliers	0	NS	X	X		
05. assurances pour prévoyance	0	NS	NS			
07. assurances pour transmission	0	=	X			
B. risque très limité						
01. résidence principale	1	+	X			
16. Sicav CT, régulière, A et B	1	=			X	
06. assurances, capitalisation	1	=	X			
C. risque moyen						
02. immo. rapport (type Paris)	2	+	X			
03. SCPI, de qualité, à terme fixé	2	=	X			
15. Sicav CT sensible, A et B	2	=			X	
17. Sicav compart. monét. devises	2	—			X	X
14. Sicav obligataire, A et B	2	=		X		
09. Sicav actions par marchés (pures, indicelles, quantitatives)	2	+	X	X		
08. actions en direct	2	+	X	X		
10. warrants étrangers par sicav	2	++	X	X		
D. risque élevé						
11. bons de souscription français	3	++	X	X		
12. options sur indices	3	++	X	X		
13. call (put) warrant sur indices	3	++	X	X		

TABLEAU N°5

Pour donner une échelle, l'auteur propose quatre niveaux de risques en capital (volatilité) :

0 = sans risque

1 = risque très limité

2 = risque moyen

3 = risque élevé

Le rendement total (revenus + gain en capital) s'entend après impôt. Le calcul a été réalisé en prenant comme base un investisseur ayant un taux marginal d'imposition élevé, supérieur à 37%. Pour mesurer d'une façon relative le rendement total après impôt, la référence moyenne retenue est l'obligation d'Etat à dix ans :

- égal rendement inférieur

= égal rendement moyen, de la référence (avec + ou -)

+ égal rendement supérieur

++ égal rendement très supérieur

. Comme le précise H. MONIN¹ : « Ces deux grilles donnent un fil conducteur pour affecter des produits de placement à des objectifs de clients en respectant les règles de sécurité concernant la liquidité des actifs, et en tenant compte de leur situation personnelle et du niveau du couple volatilité-rendement qu'ils sont disposés à accepter. »

¹ Op. cit., tome 1, p.113.

Cette deuxième section nous a permis d'envisager différentes formes de classification des biens, afin de définir une typologie adaptée aux besoins du gestionnaire de patrimoine. Il est maintenant intéressant de tirer certaines conclusions.

IV) CONCLUSION

Il faut tout d'abord constater que es approches économiques et juridiques sont évidemment essentielles, mais elles ne répondent pas au besoin du gestionnaire de patrimoine. Ce dernier utilise de préférence un ensemble de critères que l'on regroupe autour d'un axe stratégique qui est constitué par le couple rentabilité-risque. Il faut cependant avoir une vision globale de ces deux notions ; la rentabilité ne se limite pas à un calcul qui consiste à diviser un revenu et une plus-value par une valeur de marché, il faut également prendre en compte la valeur d'usage, le plaisir, et évaluer l'impact de la fiscalité. De la même manière, le risque ne correspond pas seulement à la volatilité de la rentabilité, il faut aussi intégrer la liquidité, l'horizon de placement et la divisibilité d'un bien.

L'objectif suivant était l'élaboration d'une typologie adaptée à la démarche suivie en gestion de patrimoine. A cet effet, il est intéressant de se reporter à l'étude réalisée par H. MONIN. Ce dernier proposant une double grille de lecture, qui établit une correspondance entre les différentes formes de placement et les principaux critères, qui représentent en fait les contraintes fixées par l'investisseur. D'autres classifications sont envisageables, mais il est peu probable qu'elles apportent un supplément d'information significatif.

Cette typologie représente donc un outil efficace mais on peut cependant regretter la non-intégration d'une catégorie de placements, les objets d'art et de collection. Certes, il ne s'agit pas d'un oubli ou d'une négligence de l'auteur, ceux-ci étant occultés ou tout du moins traités de manière très marginale par l'ensemble des ouvrages consacrés à la gestion de patrimoine. Cela s'explique par leur réputation, cette forme de placement étant considérée comme difficile d'accès, en particulier à cause du manque d'information.

Pourtant les choses ont évolué et, en particulier depuis l'article de W. BAUMOL¹, il existe une réelle volonté d'approfondir ce domaine de recherche. On peut en effet penser aux travaux réalisés par V GINSBURGH² sur la peinture ou les vins, qui ont démontré que l'on pouvait intégrer une dimension quantitative dans l'analyse économique de cette catégorie de placements. Il serait donc nécessaire d'envisager un prolongement visant à prendre en compte les objets d'art et de collection dans une gestion de patrimoine globale ; c'est l'objet du prochain chapitre.

¹ Op. cit.

² GINSBURGH (Victor), CHANEL (Olivier) et GERARD-VARET (Louis-André) : « Formation des prix des peintures modernes et contemporaines et rentabilité des placements sur le marché de l'art », Groupe de Recherche en économie quantitative et économétrie (G.R.E.Q.E.), 1990.

GINSBURGH Victor et DI VITTORIO Albert : « Les grands crus du haut-médoc : Les millésimes 1949 à 1989 dans les ventes publiques chez Christie's Londres. », Journal de la société statistique de Paris, vol.137, 1996, pp.19-49.

CHAPITRE III :

UN PROLONGEMENT, LE PLACEMENT EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION

CHAPITRE III : UN PROLONGEMENT, LE PLACEMENT EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION

L'objectif de ce chapitre est de déterminer si les objets d'art et de collection peuvent être analysés de la même manière, et selon les mêmes critères, que les placements traditionnels étudiés précédemment, afin d'être intégrés dans une stratégie patrimoniale.

Dans cette optique, le premier problème est de préciser ce que l'on entend par « objets d'art et de collection ». En effet, il n'existe pas de définition admise et reconnue par tous de cette catégorie, mais l'on peut néanmoins essayer de dresser une liste qui, à défaut d'être exhaustive, permet au moins d'éliminer les éléments indésirables (SECTION I). L'étape suivante consiste à analyser cette forme de placement à partir du critère de la rentabilité (SECTION II), puis à compléter cette analyse en prenant également en compte le risque, afin de tirer les conclusions utiles sur son rôle dans le cadre d'une gestion de patrimoine optimale (SECTION III). En dernier lieu, nous nous intéresserons plus spécialement à un objet de collection, qui possède une place à part pour de nombreuses raisons, il s'agit du timbre-poste (SECTION IV).

SECTION I : LES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION - UNE PRESENTATION.

L'expression « objets d'art et de collection », que nous utilisons depuis le début de cette étude, est empruntée au Code Général des Impôts. En effet, il n'existe aucun autre terme générique qui définisse précisément cette catégorie. Les ouvrages ou les périodiques consacrés à la gestion de patrimoine évoquent « des biens divers¹ », « des oeuvres d'art² », « des placements plaisirs³ », mais également « des valeurs-refuge⁴ » ou « des valeurs sûres⁵ ». Cette grande diversité dans les vocables utilisés traduit la confusion qui règne dans ce domaine. Ainsi, les objets d'art et de collection sont-ils, dans un cas, assimilés à des biens divers comme les conteneurs, SOFICA et autres placements spéculatifs à haut risque, et dans un autre cas, considérés comme des valeurs-refuges, des placements de « bons pères de famille ».

La principale explication à ce phénomène vient de la grande hétérogénéité des biens qui composent cette catégorie, mais certainement aussi du manque d'intérêt que lui portent de nombreux auteurs. Ce dernier aspect est

¹ FRATANI (Maurice), *op. cit.*, p.116.

ou « Le dictionnaire des placements », *Challenges* Hors série, mai 1994, p.106.

² IFCAM, *op. cit.*, p.312.

³ « Où placer votre argent en 1996 ? », *Capital* N°52, janvier 1996, p.91.

⁴ CUECO (Henri) : « La peinture dernière valeur de refuge », *Le monde diplomatique* N° 423, juin 1989, p.26.

⁵ J.B.-H. « Retour aux valeurs sûres », *Le Nouvel Economiste, Supplément patrimoine* 94, 10 décembre 1993, p.34.

particulièrement flagrant quand les objets d'art et de collection sont classés sous la rubrique des « biens divers », sorte de catégorie résiduelle dans lequel on range les placements un peu originaux. Il nous appartient, avant même de tenter d'esquisser une définition des objets d'art et de collection, de les distinguer de cette gamme de produits à haut risque.

I) DISTINCTION ENTRE BIENS DIVERS ET OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.

Comme le précise le magazine « 50 millions de consommateurs »¹ : « L'expression « biens divers » est utilisée par la COB (Commission des Opérations en Bourse) pour désigner pêle-mêle les conteneurs, les wagons, les parts de chevaux, les vaches laitières, les pénichettes, les bateaux de plaisance, les forêts et les rentes viagères. » On peut compléter cette liste en ajoutant les SOFICA² et les investissements dans les DOM-TOM (loi Pons) avec leurs produits dérivés comme les « quirats » maritimes.

Ces produits peuvent sembler très différents les uns des autres, mais ils possèdent néanmoins un point commun : ils sont jugés très dangereux par le gendarme de la bourse. Il s'agit de placements à long terme, peu liquides, et qui, trop souvent, supportent des frais de gestion exorbitants. On ne peut cependant pas affirmer que les

¹ « Comment placer vos économies », 50 Millions de consommateurs-argent pratique, N° 13, mars 1990, p.45.

² Société pour le financement de l'industrie cinématographique et audiovisuelle.

investisseurs qui se risquent à utiliser ces formes de placement soient systématiquement lésés. On peut obtenir une rentabilité intéressante, voire très supérieure à celle des placements classiques, mais les bonnes affaires côtoient les très mauvaises. S'il faut déconseiller cette catégorie de placement aux investisseurs possédant un patrimoine moyen, et qui consacrent peu de temps à sa gestion, c'est à cause du risque très élevé qui est attaché à ces produits. Ce dernier est inhérent à la nature des marchés concernés, mais il est amplifié par les risques « d'abus de confiance » lorsque l'on aborde des activités économiques difficiles à contrôler, comme ce fut le cas, par exemple, pour les conteneurs ou les diamants.

Les nombreuses plaintes déposées auprès de la COB par des petits porteurs qui avaient investi dans les conteneurs, ont brutalement ramené à la réalité ceux qui croyaient aux placements miracles. Le rendement, que l'on annonçait mirifique, s'est avéré extrêmement aléatoire, le taux d'utilisation des conteneurs étant parfois si faible que les loyers ne couvraient pas l'amortissement. Sans oublier des frais de gestion élevés qui achevaient de rogner les bénéfices obtenus. Les conteneurs ont quasiment disparu, mais d'autres formes de placements en biens divers présentent les mêmes dangers.

Concernant le diamant, on peut se référer à ce qui est écrit dans l'ouvrage de l'IFCAM¹ : « Entre 1976 et 1980, les prix ont quadruplé avant de s'effondrer aussi vite. Un diamant blanc de un carat "pur à la loupe" qui vaut aujourd'hui 14 000 dollars

¹ IFCAM, *op. cit.*, p.311.

s'échangeait à l'époque... 60 000 dollars. C'était le temps du "diamant-investissement". On estime à 35 000 le nombre de particuliers Français qui se sont rués sur cette forme de placement, bernés par des publicités leur promettant de rapides plus-values. »

Cependant, les abus constatés ne proviennent généralement pas de manoeuvres illégales, mais du manque de réalisme de certains investisseurs prêts à croire des individus peu scrupuleux. Ces derniers sachant présenter les choses de manière particulièrement attractives, mélangeant rendement espéré et rendement garanti, et oubliant de préciser que rentabilité très élevée est synonyme de risque très élevé, aussi bien en terme de volatilité qu'en terme de liquidité.

Nous n'allons pas passer en revue les problèmes rencontrés par tous les investisseurs en biens divers, mais ces paragraphes nous auront sans doute permis de mieux cerner cette notion. Cependant, plutôt que de faire l'analyse des placements en biens divers, notre objectif est d'opérer une distinction entre ces derniers et les objets d'art et de collection.

Il faut souligner que de nombreux auteurs n'établissent pas cette distinction. Ils justifient ce choix en rappelant que la rentabilité des placements en objets d'art et de collection est également très aléatoire et que le manque de liquidité se fait fortement sentir. Nous ne partageons pas cette opinion et il nous semble possible, au contraire, de différencier ces deux catégories de placement à partir des critères de la liquidité et de la rentabilité.

A) DISTINCTION PAR RAPPORT AU CRITÈRE DE LA LIQUIDITÉ

Il est certain que sur le marché de l'art, au sens large, la présence de coûts de transaction très élevés pénalisent la liquidité. Il faut conserver longtemps son investissement et attendre une forte appréciation de celui-ci pour espérer en retirer une plus-value. En ce qui concerne maintenant la probabilité de trouver un acheteur au moment où l'on souhaite vendre, il n'existe pas de statistiques à ce sujet. Cependant, les spécialistes estiment que l'acheteur d'une oeuvre authentifiée et de bonne qualité arrivera toujours à la vendre. Cela sera par contre plus aléatoire pour le découvreur de nouveaux talents qui suit les phénomènes de mode, et plus difficile pour celui qui préfère acheter à l'économie des pièces de second choix.

On peut donc estimer que le problème de la liquidité se pose de manière moins systématique que pour la plupart des « biens divers », tels que les parts de groupements fonciers ou les SOFICA, à condition que l'investisseur en objets d'art et de collection fasse preuve de discernement et connaisse suffisamment le marché sur lequel il intervient. C'est en fait ce dernier aspect qui revêt un caractère essentiel. L'investisseur doit être un collectionneur plus qu'un spéculateur, sa passion pour une ou plusieurs catégories d'objets d'art aura fait de lui un spécialiste ou, tout du moins, un amateur averti. Les connaissances acquises lui éviteront d'acheter « n'importe quoi », en particulier des pièces invendables par la suite ; mais cette passion va également avoir un impact sur la manière de calculer la rentabilité.

B) DISTINCTION PAR RAPPORT AU CALCUL DE LA RENTABILITÉ.

Qu'il s'agisse du plaisir esthétique face à une oeuvre d'art ou de la satisfaction d'acquérir la pièce manquant à une collection, c'est l'intérêt, non pas financier, mais émotionnel du collectionneur pour un objet qui va jouer un rôle essentiel. Ce plaisir doit donc être intégré lors du calcul de la rentabilité, ce qui nuance fortement les critiques relatives au caractère aléatoire de celui-ci. Si l'investisseur retire une véritable jouissance de la contemplation et de la possession d'un bien, il attache peut être moins d'importance à la dimension purement financière.

Dès lors, on pourrait être tenté d'en déduire que l'analyse des placements en objets d'art et de collection ne concerne pas les économistes. Certes, il existe des collections qui n'ont aucune valeur marchande, en général à cause du nombre trop faible de personnes intéressées : par exemple, les collections de « boîtes à camembert » ou les innombrables autres sortes d'objets que la plupart d'entre-nous jetons tous les jours alors que certains les conservent religieusement. Cependant, si l'on se réfère aux objets d'art et de collection tels que nous les avons envisagés jusqu'alors, c'est-à-dire des biens d'une certaine valeur échangés plus ou moins fréquemment sur un marché, on trouvera très difficilement un collectionneur réellement indifférent quant au fait que sa collection se valorise ou non financièrement, ou tout au moins garde sa valeur face à l'érosion monétaire.

Il faut donc prendre en compte l'existence d'une dimension émotionnelle chez le collectionneur, qui modifie le calcul de la rentabilité par la prise en compte du

plaisir, ce qui distingue foncièrement les objets d'art et de collection des autres biens divers évoqués précédemment. Néanmoins, il est impossible d'occulter tout à fait la dimension financière de ce type de placement. Personne n'achète un tableau, un meuble d'époque ou un timbre de collection sans nourrir le secret espoir de faire une « bonne affaire » ou tout du moins de ne pas perdre d'argent sur le long terme, même s'il est vrai que ce n'est pas la principale motivation. La prise en compte de cette dualité, souvent confuse chez le collectionneur, permet d'opérer une distinction assez nette avec l'investissement en vaches laitières ou en Quirats maritimes.

Les paragraphes précédents ont tenté d'établir une distinction entre les objets d'art et de collection et d'autres formes originales de placement auxquelles ils sont, à notre avis, trop souvent assimilés. Cette différenciation permet d'établir un début de définition par exclusion, mais celle-ci doit être complétée, ce qui constitue l'objet des prochains paragraphes.

II) UNE TENTATIVE DE DÉFINITION DES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.

Comme nous l'avons déjà précisé, il n'existe pas de définition exacte des biens qui peuvent être considérés comme des oeuvres d'art ou des objets de collection dans l'optique d'un placement. Dans ce domaine, les auteurs se réfèrent, soit à des définitions trop restrictives ou trop vagues, soit à des listes de biens ayant un certain nombre de points communs.

A) UNE ÉTUDE DES DÉFINITIONS PROPOSÉES.

Nous avons jusqu'alors regroupé les objets dits de « collection » et les oeuvres d'art. Cependant certaines études, plus spécialisées, ne s'intéressent qu'à l'une de ces catégories.

H. MAHE¹ par exemple propose une définition des antiquités afin de circonscrire son travail : « Les antiquités sont des biens durables, non reproductibles, appartenant à une époque jugée suffisamment éloignée pour être considérés comme anciens, dignes d'intérêt artistique, historique ou de curiosité et échappant au processus de dépréciation qui caractérise en général les biens de seconde main. » Cette définition a le mérite de mettre en évidence les principales caractéristiques d'une antiquité, catégorie qui recouvre en grande partie celle que nous avons intitulé objets de

¹MAHE (Henry) : « Le marché des antiquités et l'analyse macro-économique », Université de Montpellier, 1972, p.19.

collection. De plus elle ne donne pas de limite d'âge afin , comme le précise l'auteur, « d'éviter une ségrégation inutile entre les antiquités au sens légal et les objets anciens qui, sans être centenaires, font quotidiennement l'objet de transactions pour les mêmes raisons, chez les antiquaires ou en salle de ventes aux enchères ».

Il est donc possible, à partir des éléments que nous venons de voir de cerner la notion d'antiquités. Mais cela risque de s'avérer plus difficile lorsqu'il va s'agir des oeuvres d'art. Dans son ouvrage, H. WAGENFUHR¹ indique que : « Pour l'oeuvre d'art en soi, les problèmes économiques sont sans signification, ils ne se posent que pour l'objet-valeur. Inversement, les problèmes esthétiques ne concernent pas l'objet-valeur. C'est cette distinction rigoureuse qui permet de s'opposer à la confusion de deux domaines qui n'ont rien à voir l'un avec l'autre. Ces notions d'oeuvres d'art et d'objet-valeur, il faut les considérer du point de vue économique de la transformation. De même qu'une marchandise peut être transformée en argent, lequel à son tour se transforme en marchandises, de même l'oeuvre d'art peut se transformer en objet-valeur, lequel, devenu pratiquement invendable (par exemple propriété d'un musée et soustrait au marché) se retransforme en oeuvre d'art. » Cette citation de H. WAGENFUHR ne nous permet toujours pas de définir une oeuvre d'art, ce qui, en fait, est quasiment impossible, comme nous allons le voir. Néanmoins, elle insiste sur un point essentiel, c'est que le marché de l'art possède une dimension économique, même si ce n'est qu'une de ses dimensions. Cela justifie que l'on s'interroge sur l'utilité de placer son argent dans cette catégorie de biens, sous réserve de ne pas oublier qu'elle

¹ WAGENFUHR (Horst): « L'art valeur de placement », BUCHET/CHASTEL, 1967, p.10.

possède d'autres formes d'utilité, telles que la jouissance esthétique c'est-à-dire « l'expérience du beau qu'elle procure »¹, et éventuellement la reconnaissance sociale.

Le problème de la définition d'une oeuvre d'art restant posé, il est intéressant de regarder le travail réalisé par D. BENHAMOU, R. SARFATI et V. WEILL², ces derniers ayant également essayé de répondre à cette question. Ils rappellent que, si l'on se place sous l'angle de l'histoire de l'art, les critères permettant de distinguer une oeuvre d'art d'un autre objet ont très souvent changé, en particulier au XX^{ème} siècle. On s'aperçoit qu'un certain nombre de questions, qui permettraient d'établir rapidement cette différenciation, ne sont plus d'actualité, dans la mesure où l'on peut trouver de nombreux contre-exemples. A cet effet, les auteurs donnent plusieurs exemples : « Les archéologues (...) accordent le même intérêt à l'architecture, art majeur par excellence, qu'aux objets de cuisine ou aux bijoux », ces derniers étant fréquemment proposés en ventes aux enchères. Cela va évidemment à l'encontre de l'idée, longtemps admise, qu'un objet à vocation utilitaire n'est pas une oeuvre d'art. De même, quand « dans les années 1960, les toiles d'Andy WARHOL représentant des boîtes de soupe CAMPBELL, dénoncent la société de consommation », il n'est plus possible d'identifier une oeuvre d'art en fonction de son rôle, généralement neutre, dans la société.

¹ WAGENFUHR (Horst), *op. cit.*, p.12.

² BENHAMOU (Dina), SARFATI (Roman) et WEILL (Valérie) : « Les clefs du marché de l'art : aspects financiers, juridiques, fiscaux. », SEFI, 1992, p.3.

De même, des critères tels que la noblesse des matériaux utilisés, l'exécution par la main de l'artiste, l'unicité de l'oeuvre, ou son caractère éternel ne permettent plus de qualifier la nature d'un bien. La perception de l'art et des artistes par leurs contemporains a tellement changé selon les époques qu'il semble difficile de proposer une définition précise d'une oeuvre d'art. Or pour devenir un placement intéressant, un bien doit préalablement avoir acquis le statut d'oeuvre d'art. Il est donc nécessaire de proposer, à défaut d'une définition, un repère pour les investisseurs et pour notre étude. Une solution réside peut-être dans la consultation des listes d'objets qui sont considérés par les spécialistes comme des objets d'art et de collection.

B) UNE ANALYSE DES LISTES D'OBJETS D'ART ET DE COLLECTION PROPOSÉES PAR LES SPÉCIALISTES.

La consultation des ouvrages et des périodiques consacrés à la gestion de patrimoine, et qui opèrent une distinction entre les biens divers et les objets d'art et de collection, permet de dresser un panorama des biens qui appartiennent à cette catégorie. Néanmoins, il ne peut s'agir d'une liste exhaustive pour plusieurs raisons. La première, et la principale, est liée aux phénomènes de modes qui affectent, soit toute une catégorie d'objets, comme l'art primitif qui n'avait aucune valeur au début du siècle alors qu'il peut se négocier très cher actuellement, soit des éléments d'une catégorie, tels que la peinture, où les peintres tombés en désuétude côtoient les étoiles montantes dont certaines n'ont presque rien vendu de leur vivant. La deuxième raison vient de l'existence de biens qui se situent à la limite entre l'objet d'art et de collection et les biens divers, la distinction établie précédemment laissant parfois une zone floue. Il

appartient, par exemple, de différencier les bijoux classiques, assimilables à des oeuvres d'art, et les diamants et autres pierres précieuses qui se rattachent plutôt aux biens divers plus risqués ; mais il existe des pièces pour lesquelles cela se révèle difficile. De même, la classification des vins de collection dans l'une ou l'autre des catégories ne fait pas l'unanimité, alors qu'il nous semble logique de les rattacher à la même catégorie que les timbres ou les armes de collection.

A défaut d'une liste exhaustive, il est néanmoins indispensable de proposer un catalogue des différentes catégories que l'on peut retenir, sachant que ces dernières regroupent des objets et des oeuvres souvent très différents selon l'époque et le lieu où elles ont été réalisées, mais également selon la technique et le support qui ont servi, ou même l'école à laquelle ils se rattachent. Il faut citer : les **peintures**, les **sculptures**, les **estampes**, les **meubles d'époque**, les **bijoux**, les **tapisseries**, **l'orfèvrerie**, les **livres**, les **autographes**, les **timbres-poste de collection**, les **monnaies anciennes**, les **armes de collection**, les **vins**, mais aussi l'art antique, primitif, oriental ou extrême-oriental, les affiches, les automates, les céramiques, les étains, les bronzes, les automobiles de collection...

Cette liste n'est que partielle, et on pourra aisément la compléter en consultant divers ouvrages¹ ; mais elle a le mérite de montrer la diversité des biens concernés. Dans toutes ces catégories, il existe des valeurs intéressantes, même si,

¹ Parmi ces publications, on peut citer :

SALVY (Claude) : « Meubles et objets d'art valeurs de placement », éditions GUY LE PRAT, 1972.

ou « Le guide pratique des placements », Le nouvel économiste hors-série, 1991

souvent, ce type de marché relativement étroit s'adresse surtout aux collectionneurs chevronnés. Enfin, on peut se reporter à une liste qui fournit des critères de sélection (un peu) plus précis, sans pour autant parvenir à être limitative, il s'agit de la définition du code général des impôts (C.G.I.).

Comme nous le rappelle, le *Mémento Pratique* Francis LEFEBVRE¹, cette définition doit permettre de désigner les biens soumis à des règles particulières en matière de TVA. Il y a en fait trois définitions qui nous intéressent :

Les oeuvres d'art. Sont réputées oeuvres d'art :

1. Les tableaux, peintures et dessins, entièrement exécutés à la main par l'artiste ;
2. Les gravures, estampes et lithographies originales tirées en nombre limité directement en noir ou en couleur, d'une ou plusieurs planches entièrement exécutées à la main par l'artiste quelle que soit la technique ou la matière employée, à l'exception de tout procédé mécanique ou photomécanique ;
3. Les productions originales de l'art statuaire ou de la sculpture en toutes matières dès lors que les productions sont exécutées entièrement par l'artiste ; fontes de sculptures à tirage limité à huit exemplaires et contrôlé par l'artiste ou ses ayants droits ;
4. Les tapisseries et textiles muraux faits à la main sur la base de cartons originaux fournis par les artistes, à condition qu'il n'existe pas plus de huit exemplaires de chacun d'eux ;
5. Les exemplaires uniques de céramique, entièrement exécutés par l'artiste et signés par lui ;

¹ « *Mémento Pratique Fiscal* Francis LEFEBVRE », éditions Francis LEFEBVRE, 1995, p.788.

6. Les émaux sur cuivre, entièrement exécutés à la main; dans la limite de huit exemplaires numérotés et comportant la signature de l'artiste ou de l'atelier d'art ;
7. Les photographies prises par l'artiste, tirées par lui ou sous son contrôle, signées et numérotées dans la limite de trente exemplaires, tous formats et supports confondus.

Ne répondent pas à cette définition des oeuvres d'art :

- Les articles d'orfèvrerie, de bijouterie et de joaillerie (même ayant perdu leur fonction première) ;
- les objets manufacturés fabriqués par des artisans ou des industriels dits « artisans ou industriels d'art ».

Les objets de collection. On entend par objets de collection les biens suivants :

- timbres-poste, timbres fiscaux, marques postales, enveloppes premiers jours, en tiers postaux et analogues, oblitérés, ou bien non oblitérés mais n'ayant pas cours et n'étant pas destinés à avoir cours ;
- collections et spécimens pour collections de zoologie, de botanique, de minéralogie, d'anatomie ou présentant un intérêt historique, archéologique, paléontologique, ethnographique ou numismatique.

Les objets d'antiquité. Il s'agit des biens autres que les objets d'art et les objets de collection, ayant plus de cent ans d'âge.

Cette énumération est un peu fastidieuse, mais elle présente un double intérêt : d'une part, elle propose des critères précis, tels que la quantité ou l'exécution

par l'artiste ; d'autre part, elle n'est pas limitative, en particulier pour les objets de collection. C'est d'ailleurs cette définition qui, en fin de compte, avait été retenue par D. BENHAMOU, R. SARFATI et V. WEILL¹ pour leur étude.

Notre objectif était de définir les biens, oeuvres d'art, objets de collection ou antiquités, que l'on pourrait éventuellement intégrer comme produits de placement dans le cadre d'une gestion de patrimoine optimale. Il semble cependant que l'élaboration d'une définition, à partir de critères précis, soit difficile. En effet, même s'il est possible, comme le fait le code général des impôts, de définir des critères quantitatifs pour certaines catégories de biens, il n'est en tout cas pas possible de limiter le nombre de catégories concernées. Par ailleurs, les critères quantitatifs proposés par le C.G.I. sont fréquemment critiqués, en particulier la durée de cent ans pour des biens comme les bijoux et les meubles.

A défaut de donner une définition précise ou une liste exacte, ces paragraphes auront néanmoins peut-être permis de dresser un panorama des oeuvres d'art et des objets de collection au sens large (y compris les antiquités) qui s'échangent sur le marché de l'art. En l'absence de critères théoriques vraiment satisfaisants, on peut estimer qu'une approche plus économique, fondée sur une approche rentabilité-risque sera plus à même d'opérer une sélection dans l'optique qui nous intéresse. Cette analyse, qui doit suivre la définition d'un produit, va dans le cas présent la compléter très utilement.

¹ Op. cit., p..6.

SECTION II : L'ANALYSE DES PLACEMENTS EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION SELON LE CRITÈRE DE LA RENTABILITÉ.

Comme pour les placements traditionnels¹, beaucoup d'études consacrées au placement en objets d'art et de collection n'envisagent que l'aspect rentabilité. Elles fournissent des renseignements extrêmement utiles et vont être évoquées dans cette section.

Il existe dans ce domaine une grande diversité, aussi bien au niveau des placements étudiés, qu'au niveau des techniques utilisées. On peut cependant distinguer quatre grandes catégories, que nous allons envisager successivement. Il s'agit des études non synthétiques, des études synthétiques mais non vérifiables, des études ayant recours aux modèles descriptifs, et enfin, des études ayant recours aux modèles explicatifs.

¹ Voir *infra* p.146.

I) LES ÉTUDES NON-SYNTHÉTIQUES.

Dans cette catégorie, on trouve les auteurs qui, au sein d'une catégorie, par exemple les peintures ou les estampes, étudient l'évolution de la valeur de chaque objet ou de chaque oeuvre pris séparément. C'est en particulier le cas d'une série d'ouvrages proposés par les éditions GUY LE PRAT dans les années 1970-1980¹. Cette méthode intéresse fortement le collectionneur, mais ne donne pas une vue synthétique du segment de marché concerné ; nous ne retiendrons donc pas cette catégorie.

II) LES ÉTUDES SYNTHÉTIQUES NON-VÉRIFIABLES.

Cette deuxième catégorie regroupe les indices synthétiques, cités dans divers ouvrages, mais pour lesquels on ne connaît pas la méthode statistique utilisée. On peut tout d'abord rappeler un graphique (graphique N°1) reproduit dans l'ouvrage collectif auquel a participé W. MAROIS².

¹ Dans cette collection, on peut citer :

CAITI (Jean) et SALVA (Patrice) : « Le Timbre valeur d'art et de placement », éditions GUY LE PRAT , 1976.

De La PERRIERE (Patrice) et WEIL (Alain) : « La numismatique valeur d'art et de placement », éditions GUY LE PRAT.

HENNESSY (Patrice) : « L'autographe valeur de placement », éditions GUY LE PRAT , 1970.

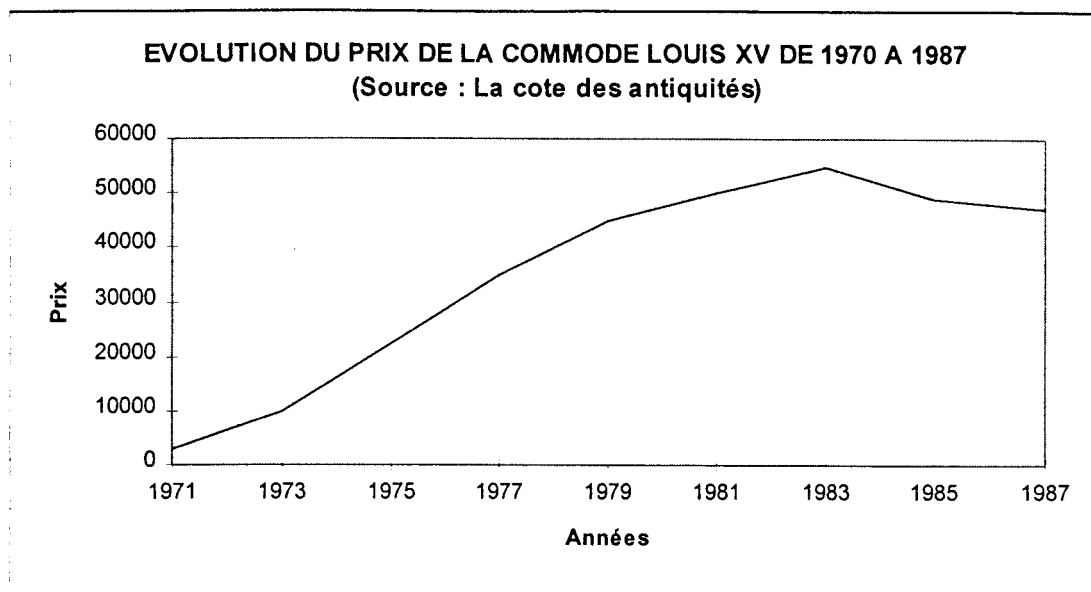
ROUIR (Eugène) : « L'estampe valeur de placement », éditions GUY LE PRAT , 1983.

SALVY (Claude), op. cit.

VAUCAIRE (Michel) : « Le livre valeur de placement », éditions GUY LE PRAT , 1970.

DE KNYFF (Gilbert) : « Peinture et sculpture - valeurs de placement », éditions GUY LE PRAT, 1971.

² MAROIS (William), op. cit., p.94.



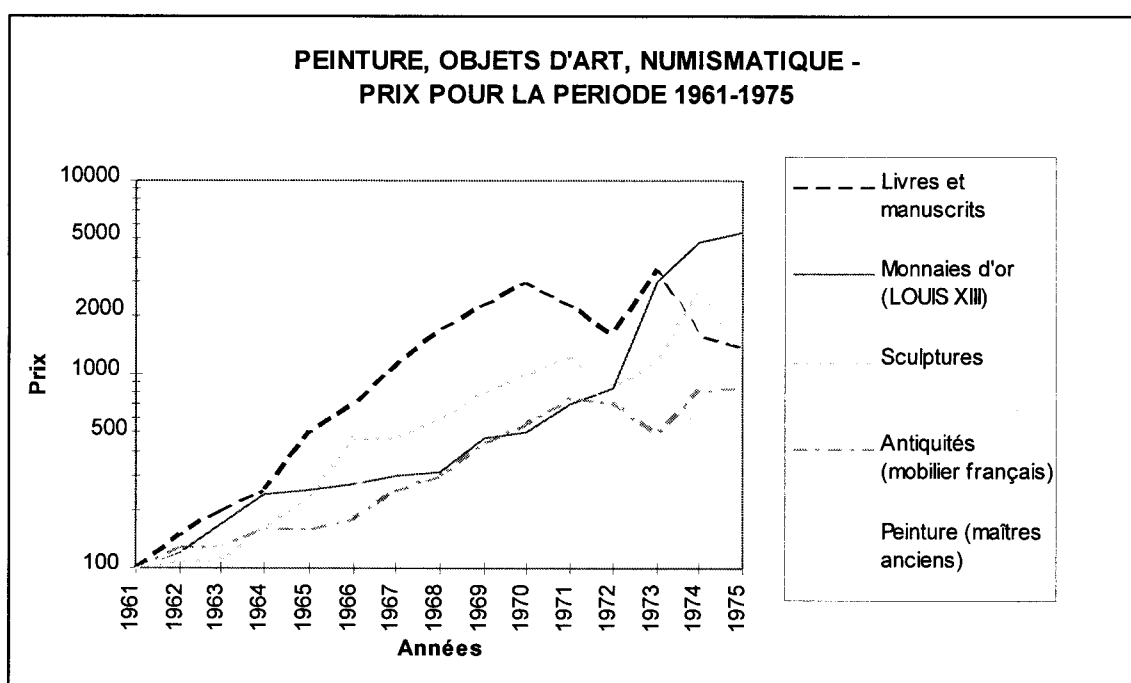
GRAPHIQUE N°1

Il peut paraître un peu abusif de considérer la valeur indiquée comme synthétique, dans la mesure où seules les commodes LOUIS XV sont prises en compte. Cependant, cette simple catégorie recouvre une grande diversité de meubles (selon l'estampille, le nombre de tiroir, le type de bois utilisé...) et il est intéressant de proposer une valeur indicative « standard » pour ce type de meuble.

On peut ensuite examiner le graphique construit par B. SOLNIK¹ et relatif à l'évolution des prix d'un ensemble d'objets d'art et de collection. Toutefois, il faut indiquer que l'auteur considère lui-même comme faible, la fiabilité statistique des

¹ SOLNIK (Bruno) : « Inflation et placements financiers », Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires (CESA), Les cahiers de recherches, 1977, p.44.

valeurs indiquées. Il les a citées dans la mesure où il s'agissait des seules données disponibles, fournies par les professionnels du domaine concerné, mais les différences constatées entre deux professionnels, ainsi que les doutes quant à la construction de certains indices, doivent inciter à la plus grande prudence. Pour notre part, nous ne reproduisons ce graphique (graphique N°2) que dans la mesure où il existe très peu d'études sur ce thème.



GRAPHIQUE N°2

Ce type de graphique peut servir de base de comparaison avec d'autres études, mais le manque d'information quant à la méthode utilisée, et éventuellement l'incertitude quant à la fiabilité des sources, nous incite à rechercher d'autres travaux

réalisés sur les indices synthétiques. Ces derniers se distinguant par la méthode statistique utilisée : descriptive ou explicative.

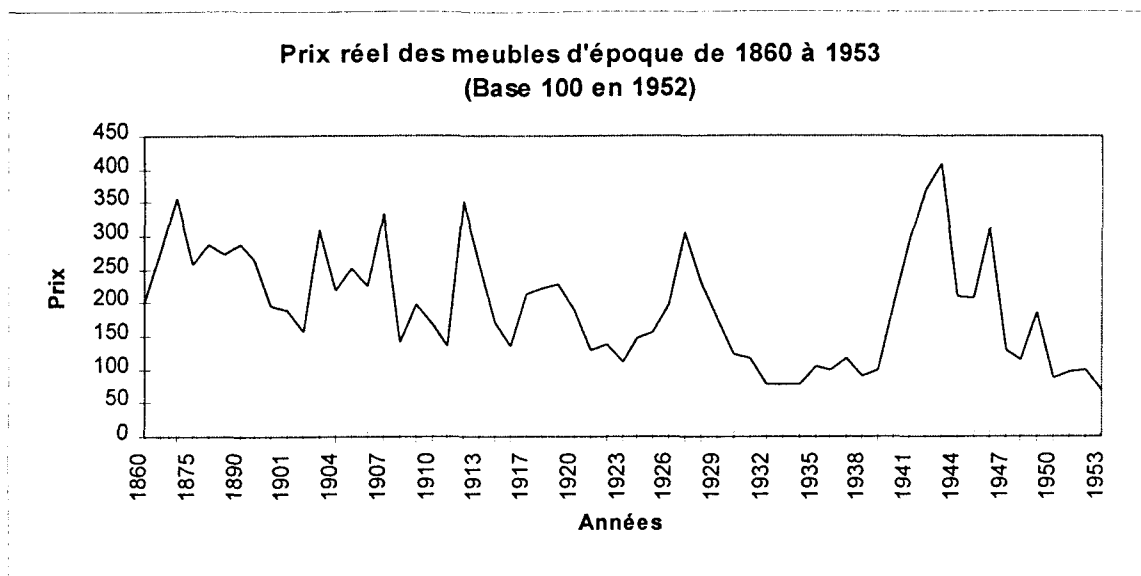
III) LES ÉTUDES REPOSANT SUR LES MODELES DESCRIPTIFS.

On peut citer plusieurs études ayant pour objectif principal, ou secondaire, de construire un indice synthétique permettant de suivre l'évolution de la valeur d'une catégorie d'objets d'art et de collection. Nous envisagerons, pour l'instant, celles qui méthodologiquement ont recours aux statistiques descriptives.

Une des premières études fut certainement celle de J. CAPRONNIER¹ sur les meubles d'époque. Son objectif était d'élaborer un indice synthétique des prix du mobilier ancien de 1860 à 1956, à partir des valeurs observées de différents types de meubles (chaises, fauteuils, tables...) dans les styles Régence, Louis XIV, Louis XV, et Louis XVI.

Dans un premier temps, il a calculé l'évolution de la valeur nominale du mobilier d'époque par meuble et par style, le prix choisi étant le prix médian pour chacune des trois périodes : 1860-1929, 1929-1938, 1938-1956. Puis il a calculé un indice synthétique prenant en compte diverses pondérations, qu'il a ensuite traduit en prix réel afin d'éliminer l'impact de l'inflation sur la période. Le graphique suivant (graphique N°3) traduit les résultats obtenus :

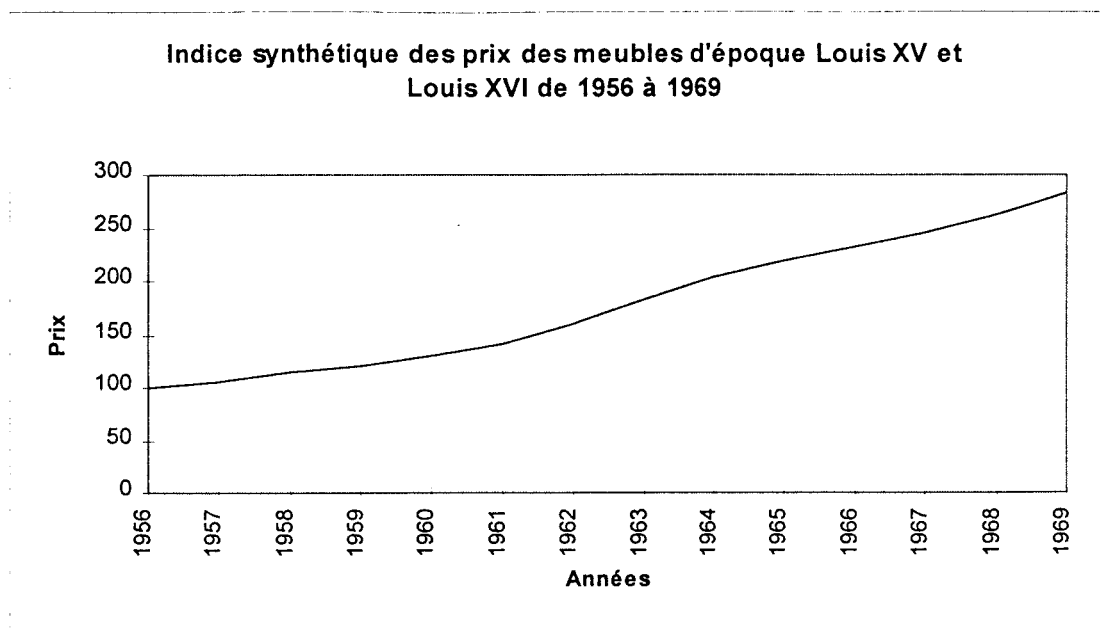
¹CAPRONNIER (Jean) : « Le prix des meubles d'époque : 1850 - 1956 », ARMAND COLIN , Recherche sur l'économie française , 1966.



GRAPHIQUE N°3

Cette étude a ensuite été complétée par H. MAHE sur la période 1956-1969 selon une démarche très similaire¹. Les seules différences concernent le type de mobilier et la base de référence, H. MAHE n'ayant pris en compte que les styles Louis XV et Louis XVI, et ayant choisi comme base, la moyenne arithmétique des prix sur la période 1955-1957 au lieu d'une année précise. Par ailleurs, les résultats ci-dessous sont en francs courants. On obtient le graphique (graphique N°4) suivant :

¹ MAHE (Henry), *op. cit.*, p.113.



GRAPHIQUE N°4

Ces deux études ont le mérite de s'intéresser à l'évolution du prix d'une catégorie de biens de collection, alors que ce type d'analyse n'existait pas. De plus, elles reposent sur une démarche statistique rigoureuse et ont permis à leurs auteurs de dégager certaines tendances et de réaliser des comparaisons avec l'indice des prix ou avec d'autres formes de placement. Il existe cependant une limite à leur fiabilité, comme le démontre P. MORIEUX dans sa thèse¹. En effet, alors que ce dernier poursuivait le même but (la construction d'un indice synthétique des prix d'une catégorie de meuble), il a mis en évidence l'existence d'un problème fondamental, propre à la catégorie de biens étudiée, celui de l'homogénéité des données. Ce problème, nous le verrons, concerne l'ensemble des objets d'art et de collection.

¹ MORIEUX (Pascal) : « Satisfaction, profit et risque retirés d'un placement en actifs non-financiers », Université de Lille 1, 1980.

L'existence de différences, souvent importantes, entre deux meubles qui ont pourtant la même dénomination, avait déjà été souligné par H. MAHE. En effet, celui-ci précise, lorsqu'il cite¹ les travaux de J. CAPRONNIER, que ce dernier « a éliminé systématiquement tous les meubles considérés comme des oeuvres d'art (les pièces uniques). Il s'est donc intéressé aux "séries" et a écarté les prix trop élevés (meubles de collection) ou trop bas (meubles détériorés). » De même, H. MAHE précise que pour sa part, « (il a) systématiquement éliminé les pièces uniques et exceptionnelles de grande qualité qui atteignent des prix records et dont il est très difficile de suivre l'évolution en valeur marchande dans le temps à cause de leur unicité. »²

Toutefois, l'élimination de pièces exceptionnelles ne suffit pas à faire totalement disparaître les différences qui existent entre deux commodes Louis XV par exemple, comme le démontre P. MORIEUX dans sa thèse³. Ce dernier cherchait également à construire un indice synthétique de l'évolution de la valeur d'un actif non-financier, en l'occurrence les commodes Louis XV. Cherchant à tester la validité des méthodes reposant sur les statistiques descriptives, il a décidé de tester un indice qu'il a construit selon la même méthode que les auteurs précédents. Cette comparaison est rendue d'autant plus facile que J. CAPRONNIER et H. MAHE avaient calculé des valeurs nominales pour les différents types de meuble dans les différents styles, dont la

¹ MAHE (Henry), *op. cit.*, p.105.

² MAHE (Henry), *op. cit.*, p.114.

³ MORIEUX (Pascal), *op. cit.*, p.108.

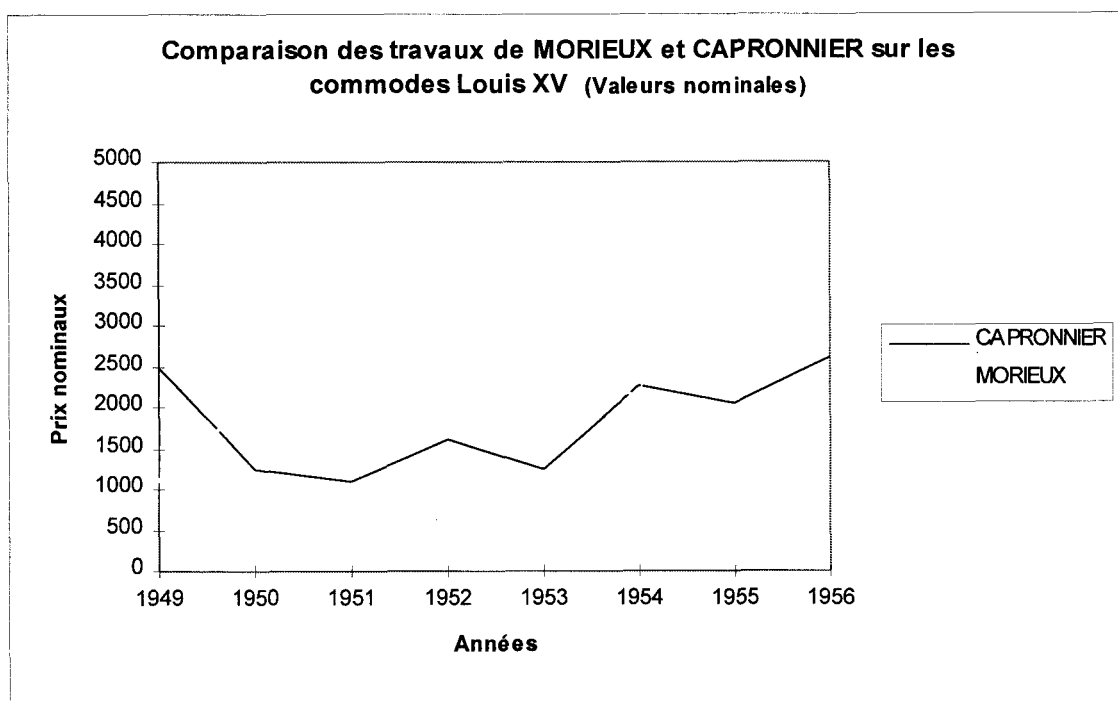
commode Louis XV, avant d'élaborer leur indice synthétique. Il est donc possible de mettre en parallèle des indices, ou des valeurs, concernant le même bien, calculés selon la même méthode, et sur des périodes se recoupant partiellement.

Les périodes couvertes n'étant pas tout à fait identiques, la comparaison n'est que partielle avec J. CAPRONNIER et H. MAHE, mais le résultat reste néanmoins éloquent.

Pour la comparaison avec J. CAPRONNIER, les valeurs indiquées dans le tableau ci-dessous (tableau N°1) sont les valeurs nominales, ensuite traduites sous forme graphique.

Années	Résultats de CAPRONNIER	Résultats de MORIEUX
1949	2500	1100
1950	1250	2125
1951	1100	1750
1952	1610	1800
1953	1250	2000
1954	2260	2200
1955	2060	4900
1956	2600	4150

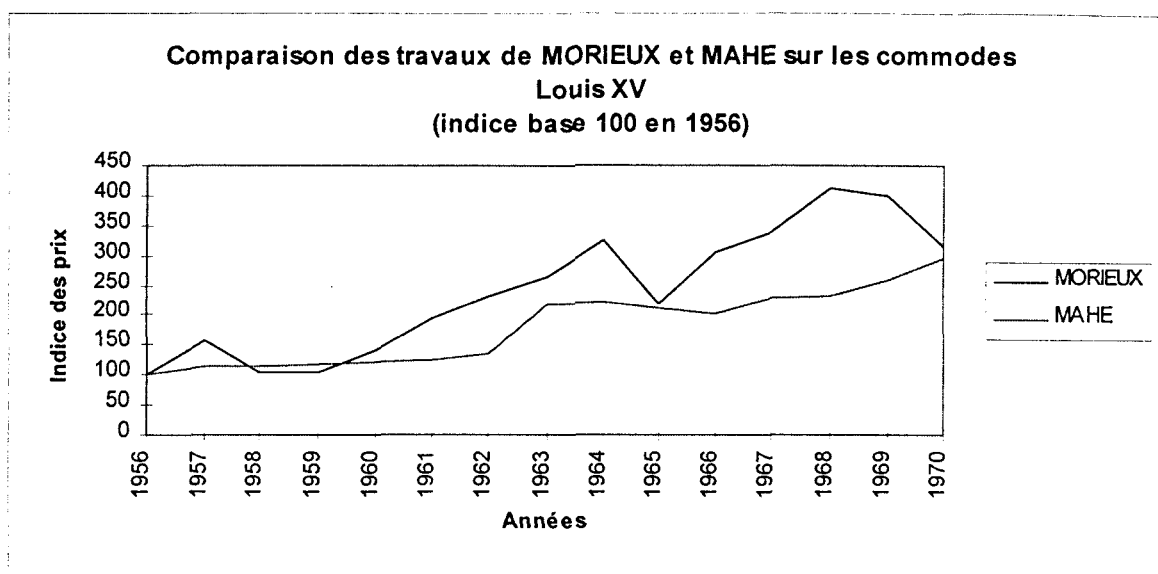
TABLEAU N°1



GRAPHIQUE N°5

Avec H. MAHE, la comparaison est possible sur une partie de la période suivante. Pour plus de clarté, nous avons traduit les prix sous forme d'indices. Quoiqu'il en soit, nous retrouvons les mêmes écarts que lors de la comparaison, à partir des prix, réalisée par P. MORIEUX¹ (Graphique N°6)

¹MORIEUX (Pascal), *op. cit.*, p.109.



GRAPHIQUE N°6

Ces deux graphiques mettent en évidence les écarts qui peuvent apparaître entre des indices ou des valeurs calculées selon la même méthode statistique. Pour sa part, P. MORIEUX explique ce phénomène de la manière suivante : « De telles différences pouvant aller jusqu'à 240% sont essentiellement dues au problème (...) de la non-homogénéité entre-elles des composantes des différents indices et au fait que ces différences de qualité n'ont pu être traitées avec les statistiques descriptives. »

Il semblerait donc que rien ne ressemble moins à une commode Louis XV qu'une autre commode Louis XV, et que le calcul d'une valeur modale annuelle ne soit pas une méthode satisfaisante. On comprend mieux la nature des difficultés rencontrées lorsque P. MORIEUX explique que les variables qui permettent de

caractériser une commode dite « Louis XV » sont au nombre de onze (hauteur, largeur, présence de traverse ou de bronze, forme, estampille...), existant chacune sous un nombre plus ou moins important d'état. Il existe donc des dizaines (éventuellement des centaines) de combinaisons possibles pour le même objet, ou plus précisément, pour des objets portant le même nom.

Afin de remédier à ce problème, il faut recourir à un modèle explicatif prenant en compte la dimension qualitative des objets d'art et de collection.

IV) LES ETUDES AYANT RECOURS A DES MODELES EXPLICATIFS.

Le modèle le plus fréquemment rencontré, pour expliquer la valeur des objets d'art et de collection, repose sur une approche par les régressions hédonistiques. Cette méthode sera l'objet d'une étude détaillée¹, mais il est néanmoins nécessaire d'en indiquer le principe dès maintenant.

L'analyse de l'évolution de la valeur des objets d'art et de collection se heurte à un problème essentiel, l'existence de différences qualitatives, parfois très importantes, entre les biens d'une même catégorie. La technique des régressions hédonistiques permet de lever cet obstacle en posant le principe suivant : le prix d'un bien est une fonction des caractéristiques qu'il possède, c'est-à-dire qu'il est égal à la somme des prix de ces caractéristiques (taille, nombre de tiroirs, estampille² ...). Dès

¹ Voir *infra*, Deuxième partie, Chapitre II, Section III.

² L'estampille est l'équivalent pour un meuble de la signature de l'auteur pour un tableau.

lors, il est possible de recourir à la régression multiple et d'évaluer le prix de chaque caractéristique à partir du coefficient de régression lui correspondant.

C'est cette méthode qu'utilise P. MORIEUX pour construire un indice des commodes Louis XV après avoir constaté l'inadaptation des modèles descriptifs. Elle a également été utilisée pour l'analyse d'autres objets de collection, tels que les vins ou les estampes, avec cependant une différence sur la prise en compte des années de vente qui permettent de construire l'indice. En effet, P. MORIEUX ne prend pas les années de vente comme variable explicative, mais calcule pour chacune d'entre elles le prix d'une commode type, alors que les autres travaux les considèrent comme des variables explicatives, au même titre que le nom de l'auteur pour une estampe, ou le millésime pour un vin. Pour plus de clarté, nous avons choisi de présenter de manière séparée les études réalisées selon ces deux méthodes, mais il faut noter que cette différence méthodologique n'a en fait aucune influence sur les résultats.

Afin de conserver un lien avec les paragraphes précédents, nous allons d'abord envisager les résultats calculés par P. MORIEUX, avant de regarder ceux obtenus en suivant l'autre méthode.

A) LES RÉSULTATS OBTENUS PAR P. MORIEUX.

L'utilisation des régressions hédonistiques passe obligatoirement par deux étapes préliminaires :

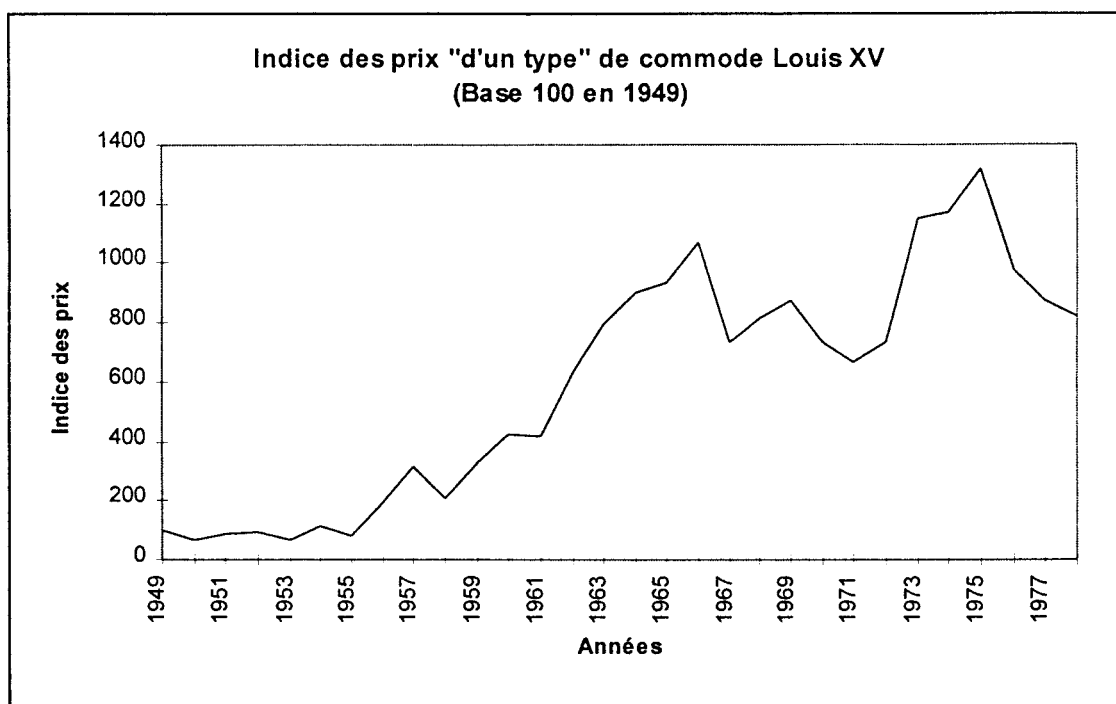
- Inventorier toutes les caractéristiques qui peuvent, *a priori*, influencer la valeur d'un bien ;
- Sélectionner celles qui sont vraiment des variables explicatives.

Afin d'expliquer le prix d'une commode Louis XV on peut, *a priori*, citer onze caractéristiques. Quatre sont quantitatives (hauteur, largeur, profondeur, nombre de tiroirs), sept sont qualitatives, dont quatre booléennes (absence ou présence de : traverse, de bronze, d'un marbre, de traces de dommages ou de réparation), et trois sans structure (la forme, la qualité du bois et l'estampille).

La hauteur, la largeur et la profondeur ayant été regroupées dans une variable unique intitulée « taille », il ne restait que neuf variables à soumettre au test de la variance à un facteur contrôlé. A l'issue de celui-ci, seules quatre variables ont été retenues comme explicatives : traverse, taille, tiroirs et bois. L'auteur attribue ces résultats, en particulier la surprenante suppression de l'estampille, aux données et essentiellement à la répartition très variable des modalités selon les années.

La régression a été pratiquée sur les quatre variables considérées comme explicatives et a permis de construire un prix pour chaque type de commodes. Il suffit en effet de définir une modalité de chaque variable pour construire un prix. Afin de

construire l'indice, il a ensuite fallu choisir un type de commode « représentatif » et calculer le prix pour chaque année. On obtient alors le résultat suivant (graphique N°7) :



GRAPHIQUE N°7

Comme le précise l'auteur, « cet indice n'est pas un indice de prix des commodes Louis XV sur trente ans, mais un indice de prix d'un type particulier de commode Louis XV. »¹ Il serait d'ailleurs possible de faire le même calcul avec un autre type de commode, correspondant à d'autres modalités, mais celle choisi est censée être représentative du type de commode le plus souvent échangé.

¹ MORIEUX (Pascal), *op. cit.*, p.178.

Il faut souligner que le modèle testé par P. MORIEUX s'est révélé significatif pour la plupart des années, mais que le coefficient de corrélation n'est en moyenne égal qu'à 56%, ce qui implique que presque la moitié de la variation des prix ne soit pas expliquée par le modèle. L'auteur justifie ce résultat par la non-prise en compte de variables très difficiles à identifier (l'histoire de la commode, l'ambiance de la vente...), mais cela peut également être lié à la nature de l'échantillon. Néanmoins, le principe de base reste séduisant, et il serait intéressant de prolonger cette approche dans le prochain point, en rappelant les résultats de deux autres travaux qui ont eu recours à une méthode très similaire.

Toutefois, avant de passer à ce deuxième point, il reste un élément à préciser. En effet, la description de la méthode choisie par P. MORIEUX, même s'il ne s'agit que d'un très bref résumé, peut paraître superflue dans une partie qui doit passer en revue les études consacrées à l'évolution du prix des objets d'art et de collection. Cependant, l'utilisation des régressions hédonistiques marque un changement radical dans la méthodologie, et il était important de montrer dans quelle mesure elle permet d'analyser un grand nombre de variables, aussi bien qualitatives que quantitatives. Mais surtout, le recours à cette méthode démontre une volonté d'élaborer une technique adaptée aux objets d'art et de collection. L'analyse des actions, des obligations ou de l'or, qui se décomposent en catégories parfaitement homogènes, pose peu de problèmes ; alors que l'analyse des actifs non-financiers se heurte au problème de l'hétérogénéité des données. L'apparition et le développement d'une méthode, permettant de calculer de manière plus scientifique l'évolution de la valeur des biens appartenant à cette catégorie, devraient favoriser leur intégration dans une gestion de patrimoine globale. Ce problème

étant au coeur de notre problématique, il nous paraissait important de le souligner avant de présenter les résultats de deux études ayant recours aux régressions hédonistiques pour expliquer l'évolution du prix des estampes et du vin.

B) LES RÉSULTATS OBTENUS SUR LES ESTAMPES ET LES VINS

Nous avons eu l'occasion d'analyser les résultats de deux études, ayant également recours aux régressions hédonistiques, mais prenant cette fois en compte les années de vente comme variables explicatives. La première concerne les prix de vente des « Grands crus du haut médoc » et a été réalisée par V. GINSBURGH et A. DI VITTORIO¹. La seconde est relative aux prix de vente des estampes et a été effectuée par P. LAVAND'HOMME², sous la direction de V. GINSBURGH. Comme nous l'avons déjà indiqué, ce choix méthodologique n'a pas d'influence sur les résultats, il va seulement changer la technique de calcul.

Le principe de base est toujours le même, c'est-à-dire que l'on suppose que la valeur d'un bien est égale à la somme des valeurs de ses caractéristiques. L'intérêt de cette approche réside, comme l'indiquent V. GINSBURGH et A. DI VITTORIO³ lors de l'analyse du prix de vente aux enchères des bouteilles de vin, dans le fait que « L'indice (des années de vente) est libéré de tous les effets autres que ceux

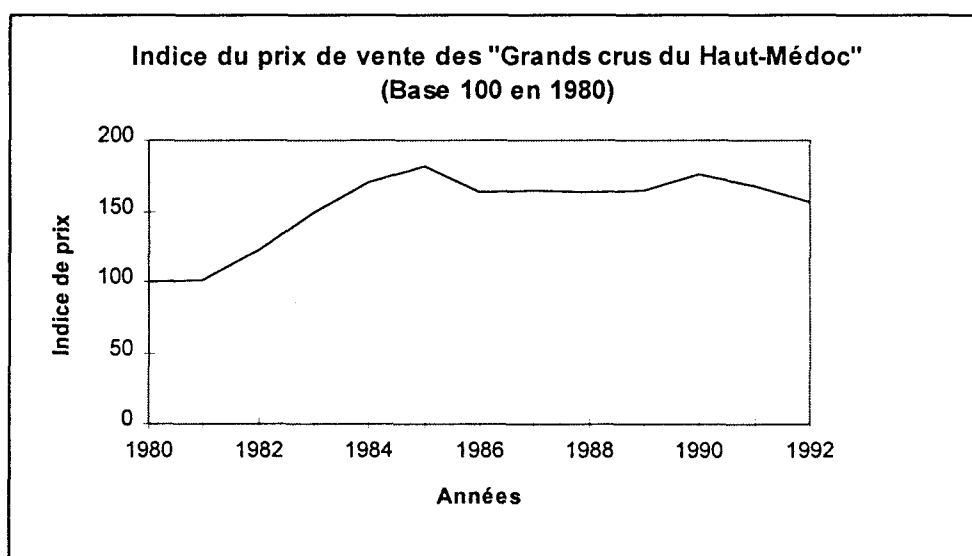
¹ GINSBURGH (Victor) et DI VITTORIO (Albert), *op. cit.*

² LAVAND'HOMME Patrick : « Analyse du marché des estampes et évolution de leurs prix », U.L.B., Faculté des Sciences Sociales, Politiques, et Economiques, section Economie, 1991-1992.

³ GINSBURGH (Victor) et DI VITTORIO (Albert), *op. cit.*, p.5.

du "temps qui passe", puisqu'il est construit sur la base d'une équation qui retire du prix la plupart des autres effets, notamment ceux dus à la variation de la composition des ventes (millésimes et/ou châteaux différents vendus au cours du temps). Cet indice représente donc l'évolution du prix d'un vin de qualité et d'âge constants. »

Les régressions hédonistiques permettent donc d'intégrer un grand nombre de variables, qualitatives et quantitatives, lors de l'analyse d'un objet d'art et de collection, mais également d'isoler l'influence de chacune d'entre elles, par exemple le temps qui passe. Ainsi, pour les ventes aux enchères de « Grands crus du haut-médoc » de 1980 à 1992, les auteurs obtiennent le résultat suivant (graphique N°8) :

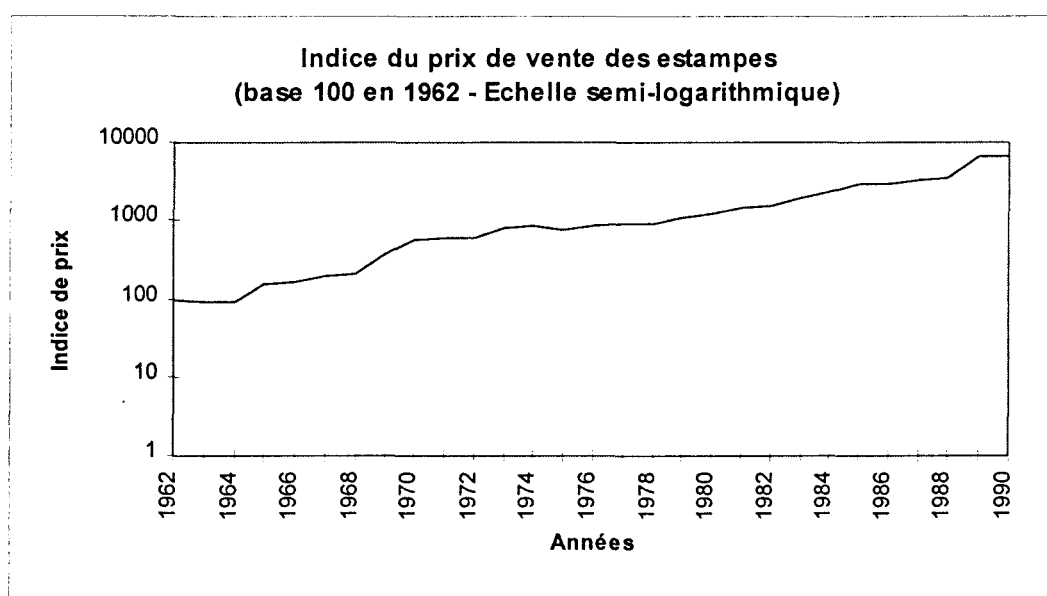


GRAPHIQUE N°8

On peut également citer une autre étude, utilisant les mêmes principes, mais relative cette fois au prix de vente des estampes. Il faut indiquer que, tout comme les auteurs de l'étude sur le prix du vin de collection, P. LAVAND'HOMME ne cherche

pas uniquement à déterminer un indice de l'évolution du prix des estampes dans le temps. En effet, son objectif est de préciser l'impact de chacune des variables explicatives. Cependant, nous ne rapportons ici que l'indice relatif aux années de vente, puisque c'est lui qui joue le rôle d'indicateur de rendement, et que seul cet aspect nous intéresse actuellement.

On obtient donc le résultat suivant pour le prix de vente des estampes (graphique N°9):



GRAPHIQUE N°9

En dernier lieu, il faut préciser que ces deux modèles étudiés semblent posséder un pouvoir explicatif plus fort, dans la mesure où les coefficients de corrélation obtenus sont respectivement de 0,906 et 0,789 pour les vins et les estampes, alors qu'il n'était que de 0,56 pour les commodes louis XV. Les méthodes étant quasiment

identiques, on peut avancer deux raisons pour expliquer ce phénomène : la première concerne les échantillons, ceux relatifs aux vins et aux estampes étant certainement de meilleure qualité, la deuxième concerne les variables explicatives, ces dernières étant certainement mieux prises en compte lors de la construction des modèles relatifs aux vins et aux estampes.

Les paragraphes précédents nous ont permis d'exposer de nombreuses études relatives à l'évolution du prix de vente d'objets d'art et de collection, ces dernières permettant théoriquement à un investisseur de calculer la rentabilité de cette forme de placement. Nous avons cependant constaté qu'il existe de nombreux obstacles méthodologiques à la réalisation de ce type de calcul, certains mettant directement en cause la fiabilité des résultats obtenus. Ce problème concerne plus spécifiquement les études ayant recours aux modèles descriptifs, et nous incite à nous tourner vers des méthodes qui prennent en compte les qualités intrinsèques des objets d'art et de collection pour déterminer leur valeur ; en particulier les méthodes ayant recours aux régressions hédonistiques.

Cependant, les études que nous venons de citer possèdent encore certaines insuffisances, à commencer par la non-prise en compte du risque. En effet, nous avons vu que l'analyse d'un placement doit se faire en fonction de deux critères essentiels : le risque et la rentabilité, ce dernier ne pouvant pas suffire à lui seul pour prendre une décision. La prochaine section sera donc consacrée à l'analyse des travaux prenant en compte ces deux critères.

SECTION III : L'ANALYSE DES PLACEMENTS EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION EN FONCTION DU COUPLE RENTABILITE-RISQUE.

Nul doute que l'article écrit par W. BAUMOL¹ en 1986 a eu un impact essentiel sur l'analyse des placements en objets d'art et de collection. D'une part, il a remis en lumière ce type de biens² en démontrant qu'ils pouvaient être l'objet d'une analyse économique rigoureuse. D'autre part, il a choisi d'analyser la rentabilité et le risque selon les mêmes critères que les actifs financiers, ce qui n'était pas le cas auparavant. Dans un premier temps nous rappellerons donc les résultats obtenus par cet auteur, et qui furent globalement confirmés, comme nous le verrons dans un deuxième temps, par ceux de W. POMMEREHNE et B. FREY³. Ces derniers, tout comme W. BAUMOL, fondent leurs travaux sur des modèles descriptifs, par comparaison du prix d'achat et de vente d'un grand nombre de tableaux de divers artistes. Cette technique présente l'inconvénient de fortement réduire le nombre de données, dans la mesure où l'on ne retient que les toiles pour lesquelles on connaît au moins deux prix de vente successifs, ce qui exclut celles qui n'ont été vendue qu'une fois pendant la période considérée. Or, cet obstacle peut être levé en utilisant une autre méthode, que nous

¹BAUMOL (William) J, *op. cit.*

²Les derniers travaux sur ce sujet étant ceux de :

ANDERSON (Robert) : « Painting as an investment », *Economic Enquiry* 12, 1974, pp. 13-26.

STEIN (J.P.) : « The monetary appreciation of painting », *Journal of Political Economy*, vol 85, 1977, October, p.1021-1035.

³POMMEREHNE (Werner) et FREY (Bruno) : « Le placement en peintures : une étude empirique sur 350 ans (1635-1987) », *Journal de la société statistique de Paris* Tome 130, 1989.

venons d'évoquée, il s'agit des régressions hédonistiques. Il sera donc nécessaire, dans un troisième temps, de présenter les résultats obtenus, d'une part, par O. CHANEL, L.A. GERARD-VARET et V. GINSBURGH¹, d'autre part, par N. BUELENS et V. GINSBURGH², en utilisant cette autre approche.

I) LES TRAVAUX DE W. BAUMOL.

Avant de présenter la méthode et les résultats obtenus par W. BAUMOL, il est nécessaire de rappeler ses objectifs initiaux. Ce dernier souhaite démontrer, d'une part, « qu'à long terme le rendement pécuniaire des titres doit systématiquement dépasser celui des oeuvres d'art »³, et, d'autre part, que les prix sur le marché de l'art suivent un comportement aléatoire. L'auteur justifie sa première hypothèse en supposant que, si les oeuvres d'art qui confèrent un plaisir esthétique, en plus du rendement financier, ont la même rentabilité interne que les titres qui n'apportent pas cette satisfaction psychologique, alors les investisseurs « rationnels » vont vendre des titres pour acheter des tableaux. Dès lors, qu'un ensemble d'investisseurs adopte cette attitude, les prix des tableaux vont augmenter et les prix des titres vont baisser « jusqu'au point où les taux combinés de rendement financier et psychologique (ce

¹ GINSBURGH (Victor), CHANEL (Olivier) et GERARD-VARET (Louis-André): « Formation des prix des peintures modernes et contemporaines et rentabilité des placements sur le marché de l'art », Groupe de Recherche en économie quantitative et économétrie (G.R.E.Q.E.) , 1990.

² GINSBURGH Victor et BUELENS Nathalie : « Revisiting Baumol's unnatural value of art as a floating crap game », European Economic Review N° 37, 1993, pp. 1351-1371.

³ BAUMOL (William), op. cit., p.36.

dernier correspondant au manque à gagner accepté sur le plan financier) seraient égaux pour les deux formes d'investissement »¹.

Concernant la méthode, on peut la résumer de la manière suivante. A partir des trois tomes de l'ouvrage de REITLINGER² dans lequel sont récapitulés plusieurs milliers de prix de vente de tableaux, l'auteur a sélectionné 640 transactions selon divers critères de périodicité et de fiabilité, sur une période comprise entre 1652 et 1961 ; puis il les a déflatés de l'indice des prix ; enfin, il a calculé le taux de rendement³ sur la période comprise entre deux transactions successives, ainsi qu'un certain nombre d'indicateurs (moyenne, médiane, écart-type...) et a comparé les résultats avec d'autres formes de placements.

Les résultats sont alors les suivants : le taux de rendement moyen annuel des tableaux est de 0,55% ; et atteint 0,85% si l'on prend la médiane. Ce qui est inférieur de deux points au taux de rendement d'un actif sans risque, l'auteur évaluant que les obligations émises par l'Etat britannique, sur la même période, ont rapporté 2,5%. Le risque, quant à lui, n'est pas vraiment chiffré, mais l'auteur indique que « le taux de rendement actualisé atteint jusqu'à 27% par an alors que dans d'autres (cas) il peut tomber à -19%. Dans plus de 40% des cas, le rendement est négatif, et dans 60% des

¹ BAUMOL (William), *op. cit.*, p.36.

² REITLINGER (Gérald) : « The Economic of Taste : the Rise and Fall of the Picture Market, 1760-1960 », New-York : Holt, Rinehart and Winston, 1961.

³ selon la formule d'actualisation classique $y_t = y_0 e^{r(t-t_0)}$

cas, la détention d'un tableau implique un coût d'opportunité en ce sens qu'elle rapporte moins, en terme réel, qu'une obligation d'Etat. »¹

Ces résultats se révèlent peu favorables au placement en tableaux de maîtres. Néanmoins, comme le précise W. BAUMOL², et comme il voulait le démontrer, les chiffres calculés ne prennent en compte que la rentabilité financière, et le différentiel constaté peut largement être compensé par le plaisir esthétique qu'éprouve un amateur d'objets d'art. C'est également la conclusion à laquelle aboutissent W. POMMEREHNE et B. FREY dans leur étude.

II) LES TRAVAUX DE W. POMMEREHNE ET B. FREY.

L'étude réalisée par W. POMMEREHNE et B. FREY s'inscrit dans la lignée des travaux de W. BAUMOL, ainsi que de J. P. STEIN et R. ANDERSON, tout en cherchant à améliorer divers aspects. En effet, les auteurs indiquent que « La présente analyse essaye de surmonter ces limitations et insuffisances. Pour cela il nous a semblé nécessaire de couvrir une période de 350 ans en allant jusqu'en 1987 : de tenir compte d'un plus grand nombre de pays (possédant des salles de ventes aux enchères) ; de prendre en compte les coûts de transaction (qui peuvent être substantiels) ; et de contrôler plus soigneusement la véracité des informations en notre possession sur l'identité et le prix des tableaux vendus ou achetés au cours des différentes périodes. »³

¹ BAUMOL (William), *op. cit.*, p.36.

² *Op. cit.* p.44.

³ POMMEREHNE (Werner) et FREY (Bruno), *op. cit.*, p.172.

La méthode est proche de celle utilisée par W. BAUMOL, mais il faut noter certaines différences importantes. L'échantillon comporte 1198 transactions, soit nettement plus que les 640 étudiées précédemment. De plus, le taux de rentabilité s'entend après déduction des frais incombant aux différentes parties lors d'une vente aux enchères.

Les auteurs résument les résultats obtenus dans le tableau suivant¹
(Tableau N°2) :

Taux de rentabilité actuariel réel des tableaux, 1635-1987 (en pour-cent par an)

moyenne	1,5
médiane	1,8
minimum	-19,3
maximum	+26,3
écart-type	5,0
nombre de transactions (d'achats et de revente)	1198

TABLEAU N°2

Ces chiffres de 1,5 % en moyenne et 1,8% pour la médiane sont supérieurs d'un point à ceux obtenus par W. BAUMOL, sur une période différente, mais

¹ POMMEREHNE (Werner) et FREY (Bruno), *op. cit.*, p.175.

restent inférieurs au rendement des actifs financiers, celui-ci étant évalué à 3% sur la nouvelle période considérée. Par ailleurs, le risque, estimé à 5% pour les tableaux, est plus élevé que celui afférent aux actifs financiers les plus surs, évalué à 1,7%.

Cette étude confirme que les investisseurs en tableaux doivent supporter un coût d'opportunité d'environ 1,5 ou 2% par rapport à un actif financier sans risque, combiné à un risque plus élevé que celui subi par cette catégorie de placement.

A la lumière des études réalisées par W. BAUMOL ainsi que par W. POMMEREHNE et B. FREY, seule l'existence d'une satisfaction d'ordre psychologique, telle que le plaisir esthétique ou le désir de reconnaissance sociale, peut compenser le taux de rendement financier plus faible servi par les placements en peinture. Il serait maintenant intéressant de voir si des auteurs qui ont choisi une autre méthode d'analyse aboutissent aux mêmes conclusions.

III) LES TRAVAUX DE O. CHANEL, L.A. GERARD-VARET ET V. GINSBURGH.

Afin de procéder à cette étude, les auteurs ont défini les variables qui sont supposées expliquer le prix d'un tableau. Il s'agit du nom de l'artiste, de la taille de l'oeuvre, de l'année de création, de l'année de vente et de la maison de vente aux enchères ; l'objectif étant, comme toujours, d'une part, de déterminer l'influence de chacune des variables, d'autre part, de classer entre-elles les différentes modalités de chaque variable.

Les auteurs précisent que l'échantillon¹ « comprend tous les artistes nés après 1830, et dont les ventes sont reprises dans REITLINGER [1960] [1970]² entre 1855 et 1970 ». Ils insistent également sur³ « le fait que notre sélection est semblable à celle de W. BAUMOL (et donc de B. FREY et W. POMMEREHNE), et qu'elle contient des artistes qu'un amateur d'art moyen aurait reconnus comme de bons achats en 1950, voire même avant. »

Ils ont ensuite construit plusieurs modèles, permettant notamment de calculer un taux de croissance réel des prix des peintures sur trois périodes 1855-1914, 1915-1949, 1950-1970, ainsi qu'un indice de variation du prix moyen de 1950 à 1970.

L'analyse des taux de croissance réels donne les résultats suivants (Tableau N°3) :

Période	Taux de croissance (%)
1855-1914	6,5
1915-1949	0,5
1950-1970	12,0
1855-1970	5,6

TABLEAU N°3

¹ GINSBURGH (Victor), CHANEL (Olivier) et GERARD-VARET (Louis-André), *op. cit.*, p.51.

² REITLINGER (Gérald) *op. cit.*, et REITLINGER (Gérald). : « The Economic of taste. The Art Market in the 60's. », 1970, London, Barrie and Jenkins Ltd.

³ GINSBURGH (Victor), CHANEL (Olivier) et GERARD-VARET (Louis-André), *op. cit.*, pp.51-52.

Le taux de 5,6% sur la période 1855-1970 s'avère donc très supérieur au taux de 0,5% obtenu par W. BAUMOL sur la période 1652-1961, ou au taux de 1,5% obtenu par W. POMMEREHNE et B. FREY sur la période 1635-1987. Certes, il est très difficile de comparer des études qui portent sur des périodes différentes, à partir d'échantillons qui, s'ils sont apparemment proches, ne sont tout de même pas identiques. Mais, à défaut de pouvoir confirmer ou infirmer les conclusions de W. BAUMOL, le tableau N° 3 montre en tous cas qu'un placement en peintures peut offrir un rendement très supérieur à 0,55% sur certaines périodes, en particulier sur la période 1855-1970.

L'existence de ces distorsions est également confirmée par la construction d'un indice de prix des peintures sur la période 1950-1970, comparé au rendement des actions sur la même période. Les résultats sont les suivants¹ :

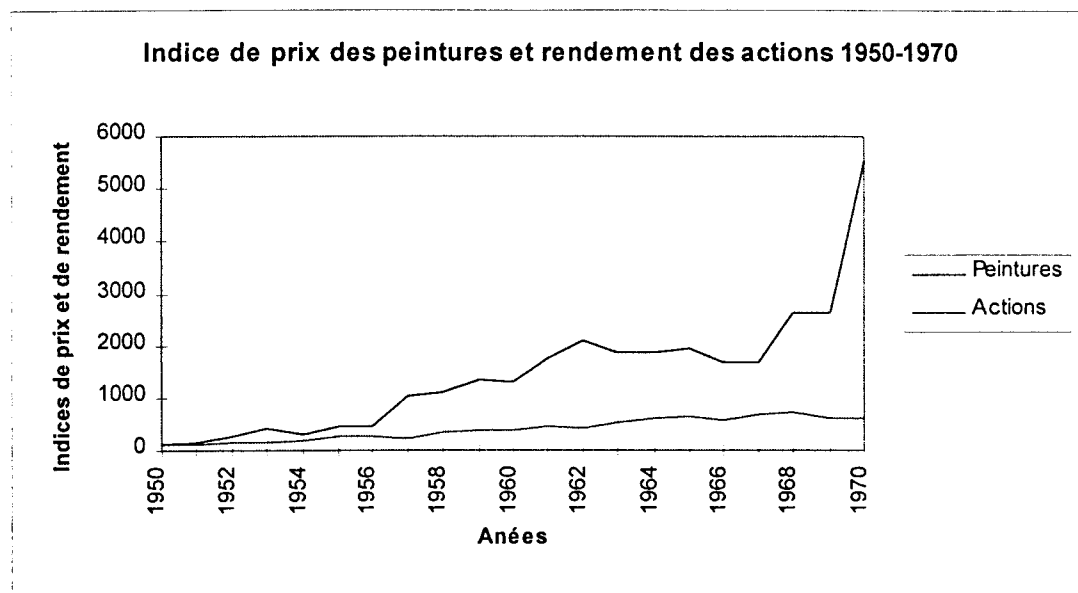
¹ GINSBURGH (Victor), CHANEL (Olivier), GERARD-VARET (Louis-André), *op. cit.*, p.57. Pour des facilités de lecture, on ne retiendra qu'un des indices, l'écart étant significatif dans tous les cas.

Les auteurs indiquent que l'indice de rendement des actions retenu, est celui calculé par ROSS S. and WESTERFELD (R.W.) : « Corporate Finance », St LOUIS, Times Mirror, Mosby College Publishing.

Années	Peintures	Actions
1950	100	100
1951	145	118
1952	249	139
1953	426	136
1954	307	208
1955	473	272
1956	470	282
1957	1020	244
1958	1093	345
1959	1323	381
1960	1315	377
1961	1765	476
1962	2095	429
1963	1874	519
1964	1873	599
1965	1937	662
1966	1668	573
1967	1679	693
1968	2634	737
1969	2649	629
1970	5540	620

TABLEAU N°4

Traduit de manière graphique, on obtient le résultat suivant :



GRAPHIQUE N°10

Plus que les chiffres eux-mêmes, le calcul de cet indice met en évidence la supériorité, en terme de rendement, d'un placement en peintures par rapport à un placement en actions. Ce résultat est essentiel dans la mesure où il semble contredire ceux de W. BAUMOL ainsi que ceux de W. POMMEREHNE et B. FREY, ces derniers concluant que le placement en peintures est moins rentable et plus risqué qu'un actif sans risque, celui-ci étant déjà, par définition, moins risqué qu'une action.

L'analyse du rendement d'un placement en peintures par les régressions hédonistiques aboutit donc aux résultats suivants :

- le taux de rendement calculé une période différente de celle choisie par W. BAUMOL ou W. POMMEREHNE et B. FREY fait apparaître des taux très supérieurs à ceux obtenus par ces derniers ;
- l'indice de prix des peintures calculé par la méthode des régressions hédonistiques sur la période 1950-1970 est supérieur au rendement des actions, alors qu'il est considéré comme inférieur au rendement des actifs sans risque par les auteurs envisagés dans un premier temps..

Les paragraphes précédents semblent donc montrer qu'une approche différente des placements en peintures, basée sur d'autres périodes, donnent des résultats plus favorables. Certes, cette conclusion va rassurer les possesseurs de toiles de maîtres, mais elle n'a qu'une portée relative. En effet, il serait surtout intéressant d'expliquer les différences constatées. On peut trouver un certain nombre de réponses en consultant l'article de N. BUELENS et V. GINSBURGH¹.

IV) LES TRAVAUX DE N. BUELENS ET V. GINSBURGH

Dans un premier temps, les auteurs refont les mêmes calculs que W. BAUMOL, à partir de la même base de données, tout d'abord en utilisant toutes les reventes, puis en ne conservant que les peintures pour lesquelles un délai de vingt ans

¹ GINSBURGH Victor et BUELENS Nathalie, op. cit.

entre deux reventes était observé. L'objectif de cette dernière sélection étant d'éliminer les phénomènes de spéculation. Mais, à la différence de W. BAUMOL, ils ont ensuite calculé un taux moyen de rendement, non plus sur l'ensemble de la période (1700-1960)¹ et pour l'ensemble des peintres, mais en distinguant différentes écoles de peintures (peintres anglais, peintres hollandais, peintres italiens, peintres français impressionnistes), et différentes sous-périodes (1700-1869, 1870-1913, 1914-1950, 1951-1961).

Les résultats sont indiqués dans deux tableaux donnés en ANNEXE XI, selon que l'on utilise toutes les reventes, ou seulement celles qui sont espacées de vingt ans. Cette distinction était nécessaire pour évaluer l'impact des comportements spéculatifs, mais les résultats obtenus s'avèrent finalement très proches. Premier constat, le calcul d'un taux sur l'ensemble de la période et pour tous les peintres, donne un résultat (0,65% ou 0,87%) du même ordre de grandeur que celui obtenu par W. BAUMOL (0,55%), ce qui semblerait confirmer que ce taux est une bonne appréhension de la réalité.

Par contre, l'analyse des résultats, en distinguant selon les écoles de peinture, et selon les sous-période, montre que, derrière ce taux unique, se cache une très grande diversité de situations. En effet, même si l'on occulte certains extrêmes, calculés à partir d'un nombre très faible d'observations, et donc moins fiables, on découvre des taux qui, en réalité, s'échelonnent de -6,90% à 7,69%, voire 11,90%. Une

¹ A l'origine, W. BAUMOL travaillait sur la période 1650-1960, mais pour des raisons techniques, N. BUELENS et V. GINSBURGH ont préféré éliminer les quelques transactions réalisées avant 1700.

analyse plus fine montre, qu'en fait, la plupart sous-périodes et des écoles ont un taux supérieur à 0,65%, sauf deux catégories : les ventes réalisées pendant la période 1919-1950 et les peintres anglais. Or, ces derniers représentent environ la moitié de l'échantillon et ont connu une très forte baisse sur la période 1919-1950. On peut supposer que la « sur-représentation » de cette catégorie, dont le rendement chute brutalement dès 1919, a entraîné vers le bas l'ensemble de l'échantillon. Afin de vérifier cette hypothèse, les auteurs ont procédé à un nouveau calcul, en excluant la période 1914-1950 (ANNEXE XII). Le taux, pour l'ensemble de la période, et pour tous les peintres, est alors de 3,04% ou 2,43% selon la méthode choisie, ce qui est très supérieur aux 0,65% ou 0,87% de départ. Les auteurs avancent deux hypothèses pour expliquer les très mauvais résultats enregistrés pendant la période 1919-1950. Cette dernière ayant été marquée par de graves crises économiques et politiques. On peut penser, d'une part, que dans un contexte aussi défavorable, la plupart des toiles de qualité n'auraient pas été proposées aux enchères mais vendues de gré à gré. Par conséquent, seules, les toiles médiocres apparaîtraient dans l'échantillon, puisque celui-ci ne recense que les résultats des ventes publiques. D'autre part, il est légitime de croire que certains collectionneurs, confrontés à des difficultés financières graves, auraient été obligés de vendre, même à vil prix.

Quoi qu'il en soit, il est important de constater, qu'en dehors d'une période (1919-1950), les placements en peintures offrent un taux de rentabilité souvent supérieur à celui des actifs sans risque, évalué à 2,5% sur l'ensemble de la période par W. BAUMOL.

Dans un deuxième temps, les auteurs ont également calculé le risque (égal à l'écart-type des rendements observés) pour chaque école, en réintégrant la période 1919-1950 (ANNEXE XIII). Celui-ci est globalement plus élevé lorsque l'on prend en compte toutes les reventes, ce qui semble logique puisque l'on intègre des mouvements spéculatifs qui sont exclus dans l'autre échantillon. Par contre, la comparaison avec les travaux de W. BAUMOL est difficile dans la mesure où celui-ci ne donnait pas d'indication chiffrée sur le risque. Les auteurs notent seulement que ce tableau ne permet pas vraiment de confirmer ou d'infirmier l'hypothèse selon laquelle les taux de rendement élevés s'accompagnent d'un risque élevé.

Dans un troisième temps, ils proposent de refaire les mêmes calculs en utilisant cette fois les régressions hédonistiques (ANNEXE XIV). Le principal intérêt de cette méthode est de pouvoir intégrer dans l'échantillon toutes les ventes de tableaux, et pas seulement les reventes, comme c'était le cas avec la méthode utilisée par BAUMOL. En effet, si l'on se fonde sur l'hypothèse selon laquelle le prix d'un bien est égal à la somme des prix de ses caractéristiques, il n'y a plus besoin d'attendre qu'une toile soit vendue au moins deux fois pour calculer le taux de rendement entre ces deux ventes, puisque ce taux sera calculé à partir du coefficient de régression correspondant à la variable année de vente, soit pour une période, soit année pas année afin de construire un indice.

Dans le cas présent, les variables explicatives retenues sont l'école de peinture (peintres italiens, hollandais, impressionnistes...), la taille de la toile, le nom du peintre, et le fait que l'artiste soit mort ou vivant. A ceux qui reprochent à cette méthode

de laisser supposer qu'il existe une certaine substituabilité entre les oeuvres, alors que ces dernières sont uniques par définition, les auteurs répondent : « Certes, deux peintures ne sont jamais parfaitement substituables, mais on peut penser que deux peintures italiennes de l'époque du Quattrocento, de taille comparable (et peut être peintes par le même artiste) ont plus de points communs entre-elles, qu'une toile de 10x10 exécutée par Rembrandt avec une toile de 70x40 exécutée par Rothko. »¹

Les auteurs remarquent surtout que le taux obtenu sur l'ensemble de la période, et pour l'ensemble des écoles, reste du même ordre de grandeur (0,97%), que celui trouvé par W. BAUMOL. La similitude des résultats semble valider l'utilisation des régressions hédonistiques, qui par ailleurs sont beaucoup plus adaptées lors de l'analyse de certaines périodes, telles que les périodes récentes, où le nombre de reventes est très faible. Nous avons déjà évoqué les problèmes rencontrés lorsque l'on calcule un taux de rendement moyen sur un nombre très faible de transactions, le risque étant qu'un ou deux résultats atypiques modifient la valeur globale de l'indice. Dans le cas présent, les régressions hédonistiques présentent donc un double avantage : d'une part, elles permettent de calculer des taux pour toutes les écoles de peinture sur la période 1950-1961, ce qui n'était pas le cas avant ; d'autre part, elles proposent des taux qui semblent plus crédibles pour les catégories qui ne regroupent qu'un nombre très faible d'observations . Il existe une exception cependant : le taux de rendement pour les

¹ N. BUELENS et V. GINSBURGH, *op. cit.*, p.1356-1357

(« Of course, no two paintings are perfect substitutes, but one may think that two Italian paintings of comparable size from the Quattrocento (and perhaps painted by the same artist) have more common than a 10x10 Rembrandt and a 70x40 in Rothko. ».)

impressionnistes s'élève encore à 23,76% .Mais ce résultat n'a, quant à lui, rien d'absurde, cette catégorie ayant bénéficié d'un phénomène de mode pendant la deuxième moitié du vingtième siècle.

L'étude menée par N. BUELENS et V. GINSBURGH a confirmé les résultats obtenus par W. BAUMOL, tout en les éclairant d'un jour nouveau. L'aspect essentiel reste, dans le cadre de notre étude, l'identification de périodes pendant lesquelles un placement en peintures s'est révélé plus intéressant qu'un placement en actifs sans risque, par exemple. Cependant, la validation des régressions hédonistiques, comme modèle d'analyse des objets d'art et de collection, est également une indication importante. L'ensemble de ces informations va nous permettre de tirer une conclusion sur l'opportunité d'un placement en objets d'art et de collection.

V) UNE CONCLUSION SUR L'OPPORTUNITÉ D'UN PLACEMENT EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.

L'objectif des deux précédentes sections était d'analyser les placements en objets d'art et de collection selon les critères utilisés en gestion de patrimoine. Dans un premier temps, nous avons présenté, à titre d'exemple¹, les résultats de plusieurs travaux ayant recours, soit aux modèles descriptifs, soit aux modèles explicatifs, mais qui ne s'intéressaient qu'au calcul du rendement. Cependant, ce critère est insuffisant à

¹ Ces travaux ne forment pas une liste exhaustive, mais nous l'espérons en tous cas représentative.

lui seul, aussi avons-nous cherché, dans un deuxième temps, à positionner ce type de placement selon l'axe rentabilité-risque.

Dans ce domaine, la première étude qui vient à l'esprit est celle de W. BAUMOL, qui fut complétée par B. FREY et W. POMMEREHNE. Ces trois auteurs ont calculé le rendement et le risque attachés à un placement en toiles de maîtres à partir des différences de prix relevées entre deux ventes aux enchères. Leurs résultats sont, d'un point de vue purement financier, peu favorables au placement en peintures, ce dernier étant caractérisé par une rentabilité plus faible et un risque plus grand qu'un placement en actif sans risque. Dès lors, seule l'existence d'une satisfaction d'ordre psychologique, qui compense le coût d'opportunité financier mais également le supplément de risque, peut expliquer que les investisseurs choisissent ce type de placement.

Cette conclusion n'est pas tout à fait défavorable au placement en peintures dans la mesure où nous avons vu¹ que le plaisir, ou la valeur d'usage, étaient des critères indirects de rentabilité qui devaient être intégrés lors du choix d'un placement. A ce stade de l'analyse, le placement en peintures, et plus généralement en objets d'art et de collection, peut donc être intéressant pour un investisseur qui apprécie les qualités artistiques d'une oeuvre ou qui est à la recherche d'une reconnaissance sociale. Pourtant, ce constat globalement positif peut encore être amélioré si l'on considère les résultats de deux études, la première réalisée par O. CHANEL,

¹ cf. *supra* 135

L.A. GERARD-VARET et V. GINSBURGH, la seconde par N. BUELENS et V. GINSBURGH.

Dans le premier cas, les auteurs ont, tout comme W. BAUMOL ainsi que W. POMMEREHNE et B. FREY, calculé le rendement d'un placement en peintures, mais en utilisant cette fois un modèle explicatif basé sur les régressions hédonistiques. Cette méthode, qui permet de prendre en compte un plus grand nombre de données, laisse apparaître une rentabilité financière nettement supérieure à celle calculée dans les précédents travaux, puisqu'elle peut même se révéler supérieure à celle des actions. Cependant, cette comparaison n'a qu'une portée très relative dans la mesure où les périodes de références ne sont pas identiques. On peut donc noter que sur une période différente, et avec une méthode différente, le placement en peinture semble offrir un taux de rendement très supérieur au taux de 0,55% calculé par W. BAUMOL, mais cela ne permet pas de confirmer ou d'infirmer l'étude réalisée par celui-ci.

Certes, démontrer qu'un placement en peintures peut offrir un rendement tout à fait satisfaisant sur certaines périodes, est déjà un résultat intéressant ; mais il était utile de le compléter par une étude telle que celle réalisée par N. BUELENS et V. GINSBURGH, qui cherchent, eux, à vérifier les résultats obtenus par W. BAUMOL.

Ces auteurs constatent qu'en utilisant la même méthode de calcul et la même base de données que BAUMOL, ils obtiennent quasiment les mêmes résultats que celui-ci sur l'ensemble de la période (0,65% au lieu de 0,55%), mais qu'en distinguant par école de peinture et par sous-période, les résultats sont beaucoup plus contrastés. En

fait, les taux obtenus sont nettement supérieurs à 0,65%, sauf dans deux cas, pour la période 1914-1949, et pour les peintres anglais. Et il apparaît que c'est la très forte représentation de ces derniers dans l'échantillon qui explique la faiblesse du taux calculé pour l'ensemble des peintres et sur la totalité de la période.

N. BUELENS et V. GINSBURGH ont ensuite comparé ces résultats avec ceux qui ont été obtenus en utilisant les régressions hédonistiques, ce qui leur a permis de confirmer la validité de cette méthode. Cette conclusion présente un intérêt majeur, car cette méthode étant plus adaptée à l'analyse des petits échantillons, il sera désormais possible d'explorer des segments du marché laissés dans l'ombre par manque d'information.

Mais l'aspect le plus intéressant de cette étude, dans le cadre de nos travaux, réside dans la démonstration qu'un placement en peintures ait pu offrir un taux de rendement très supérieur à celui fourni par un actif sans risque pendant certaines périodes assez longues.

Partant de ce constat, on peut alors, comme W. BAUMOL, se demander pourquoi les investisseurs ne vendent pas leurs actions pour acheter des oeuvres d'art. En effet, avec une rentabilité financière supérieure à celle des actions, à laquelle peut s'ajouter une satisfaction psychologique, le placement en peintures deviendrait un placement « miracle ». Or une vente massive sur les marchés financiers en direction du marché de l'art ne semble pas à l'ordre du jour ; il faut donc trouver ailleurs une explication. Un premier élément de réponse est donné par N. BUELENS et

V. GINSBURGH¹ dans leur article. En effet, ces derniers notent que les taux de rendement calculés à partir des prix de vente doivent, en fait, être revus à la baisse, car ils ne prennent pas en compte un certain nombre de coûts supportés par les propriétaires d'objets d'art et de collection. Il s'agit des frais liés au stockage, au transport, et surtout à l'assurance.

Un deuxième élément de réponse réside, selon nous, dans le fait que le risque est appréhendé de manière différente par le propriétaire d'une oeuvre d'art et par le propriétaire d'une action, par exemple. En effet, outre le risque financier, probablement plus élevé, la peinture subit un risque quant à son authenticité, mais également un risque matériel tel que le vol, l'altération et même la destruction. Dès lors, on peut supposer qu'un éventuel supplément de rentabilité financière, ainsi que la satisfaction psychologique, compensent, en fait, un supplément de risque. Le placement en peintures ne serait donc pas plus, ou moins, intéressant qu'un placement en actifs traditionnels ; il s'adresse seulement à une catégorie d'investisseur qui accepte un couple rentabilité-risque élevé.

Les travaux réalisés à partir des régressions hédonistiques, en particulier sur les peintures, éclairent donc d'un jour nouveau les placements en objets d'art et de collection. Il serait donc utile de prolonger cette étude en analysant les performances d'une autre catégorie d'objets d'art et de collection : le timbre-poste de collection, ce dernier possédant des caractéristiques tout à fait intéressantes.

¹ Op. cit., p.1364.

SECTION IV : LE TIMBRE-POSTE DE COLLECTION - UNE PRÉSENTATION

Le timbre-poste est certainement l'objet le plus collectionné en France, comme dans de nombreux pays. Mais s'il nous intéresse dans le cadre d'une étude sur la gestion de patrimoine, c'est parce qu'il est considéré par la plupart des philatélistes comme une valeur de placement, bien que cet aspect ne soit pas le seul, ni même parfois le plus important. En effet, les dimensions culturelles, historiques et esthétiques sont presque toujours présentes dans l'esprit des collectionneurs.

Cependant, l'aspect valorisation financière d'une collection n'est pas du tout négligeable. Le timbre-poste de collection est cité dans de nombreux ouvrages consacrés aux placements ; on le trouve ainsi parmi les objets d'art et de collection soumis à des règles spécifiques par le code général des impôts¹, et il apparaît régulièrement lors de ventes aux enchères. Mais surtout, il fait vivre plusieurs centaines de négociants dont l'objet social est uniquement le négoce du timbre, et il génère une activité économique tout à fait significative.

Tous ces éléments amènent généralement à considérer le timbre-poste de collection comme une valeur de placement. Il serait cependant indispensable de le vérifier en procédant à une analyse plus rigoureuse de ses performances, c'est l'objet de

¹ cf. *infra* p.173.

la deuxième partie de cette thèse. Mais auparavant nous allons, dans cette dernière section, rappeler l'histoire du timbre-poste, les débuts de la philatélie, et justifier le choix de cette catégorie d'objets de collection.

I) HISTORIQUE DU TIMBRE-POSTE

Le premier timbre-poste français a été émis le 1^{er} janvier 1849 ; il s'agit du 20 centimes noir type cérés. Cette date marque le début de l'histoire du timbre-poste, et par conséquent de la philatélie, en France. Avant cette date, et dès le dix-septième siècle, des tentatives d'acheminement du courrier par voie postale ont été opérées, mais sans succès. On peut penser par exemple à "la petite poste" qui vécut de 1653 à 1662.

Le timbre-poste est une innovation venue de Grande-Bretagne où le premier de tous les timbres-poste est émis le six mai 1840 : le 1 penny noir à l'effigie de la reine Victoria. La création de ce premier timbre-poste est la conséquence de la réforme de Rowland HILL et pose deux principes essentiels¹ : les tarifs postaux sont diminués et ramenés à une taxe unique ne tenant plus compte de la distance parcourue par le pli, et la taxe postale sera désormais réglée par l'expéditeur.

La mise en place d'un système efficace d'acheminement du courrier par voie postale, sous l'égide de l'Etat, est la conséquence directe du développement des échanges économiques à cette époque. A l'heure de la "révolution industrielle", les

¹ SALVA (Patrice) et CAITI (Jean), *op. cit.*, p.20.

commerçants ne peuvent plus s'occuper eux-mêmes, comme c'était le cas auparavant, de l'envoi du courrier.

A cette époque, le timbre-poste est une taxe postale et représente le moteur d'un système mis au point pour répondre à des impératifs économiques. Mais très vite il va répondre à d'autres objectifs. Le timbre-poste devient un instrument culturel et politique : par exemple la "cérès", qui est l'effigie que l'on retrouve sur le premier timbre français, « symbolise la jeune République »¹. Les pays utiliseront ensuite comme motifs des personnages, des monuments célèbres à la gloire du pays d'origine. Il deviendra même un instrument de propagande patriotique ou politique lors des conflits mondiaux ou de la montée du fascisme en Italie ou en Allemagne. On peut d'ailleurs citer le travail de Y. M. DANAN² sur le rôle du timbre comme instrument de propagande.

Parallèlement la petite vignette colorée va devenir un objet d'art façonné par des maîtres (BARRE, MERSON, ROTY...) qui possèdent leur propre style. Enfin le timbre-poste va entamer une nouvelle carrière, neuf ou oblitéré, pour devenir un objet de collection puis une valeur de placement, à l'occasion du développement de la philatélie.

¹ SALVA (Patrice) et CAITI (Jean), op. cit. p.28.

²DANAN Yves Maxime : "Le timbre et l'analyse quantitative en science politique", Publication de la faculté de droit et d'économie d'Amiens, 1972.

II) LES DÉBUTS DE LA PHILATÉLIE.

On peut supposer que les premiers collectionneurs sont apparus peu après l'émission des premiers timbres, dès 1851. En France, la première bourse au timbre naît en 1860 dans les jardins des Tuileries avant de déménager au Luxembourg puis au Carré Marigny. En 1861, POTIQUET édite le premier catalogue de timbres, en 1862 LALLIER édite le premier album, et en 1864 MAURY publie le premier journal. C'est aussi en 1864 que HERPIN propose le vocable de "philatélie" et que la première vente aux enchères d'une collection a lieu à l'Hôtel des Ventes de Paris.

En 1874, le premier musée postal est fondé à Berlin, et en 1887 le premier catalogue Yvert & Tellier-CHAMPION apparaît. On ne peut terminer cette rapide chronologie des débuts de la philatélie sans citer le plus illustre des collectionneurs, et le plus original, que fut Philippe De FERRARI. Il avait amassé la plus importante et la plus belle collection de l'époque, réunissant plus de la moitié des pièces rares connues à ce moment. Il légua sa collection au musée de Berlin en 1917, mais elle fut placée sous séquestre par le gouvernement français à la faveur de la guerre et vendue aux enchères à l'Hôtel Drouot pour la somme de vingt-huit millions de francs¹ ...

Ce collectionneur exceptionnel avait réuni une très grande quantité de timbres de toutes sortes, mais son cas reste unique car le nombre croissant de timbres oblige les collectionneurs à se spécialiser. Pour l'exemple, l'administration postale

¹ SALVA (Patrice) et CAITI (Jean), *op. cit.*, p.38.

française a émis 150 timbres différents de 1849 à 1900, alors que ce chiffre atteint presque trois mille en 1996, et cet accroissement est du même ordre au niveau international.

Il existe encore des collectionneurs de "nombres" mais les professionnels conseillent plutôt de se spécialiser si l'on souhaite que la collection prenne de la valeur. Cette spécialisation peut se faire selon des critères très nombreux : collection par pays, et à l'intérieur du pays par type de timbre, tels que le type Cérès ou Sage pour les timbres français. Ou une collection thématique, et là les variantes sont multiples : voitures, bateaux, avions...

Ce paragraphe sur les collections est l'occasion d'évoquer un autre phénomène : la marcophilie, qui est la collection des oblitérations (marques postales). Il est évidemment tout à fait possible de mêler ces deux types de collections.

Dans leur ouvrage, J. CAITI et P. SALVA¹ notent que certaines collections ont plus une valeur de placement. On peut citer : les millésimes, les coins datés, les timbres "spécimens" ou "annulés", *etc.*. Cependant, la plupart des timbres prennent de la valeur même en exemplaire unique, et la progression des timbres classiques est tout à fait révélatrice. Mais que les timbres soient à l'unité ou regroupés dans des collections, ils doivent répondre à certains critères de qualité pour avoir de la valeur. Parmi ces critères on peut citer : la qualité du papier, la fraîcheur de la couleur, ou la netteté des oblitérations pour les timbres oblitérés. De plus, il est nécessaire que le

¹ SALVA (Patrice) et CAITI (Jean), *op. cit.*, p.52.

timbre possède sa gomme d'origine, que les marges soient belles pour les classiques non dentelés, que la symétrie soit respectée pour les dentelés, dont les dents ne devront pas être abîmées. Si toutes ces conditions sont respectées, il restera une dernière garantie à obtenir, et non la moindre, il s'agit de l'authenticité du timbre. Les timbres cotés étant supposés authentiques et de bonne qualité, nous n'allons pas énumérer toutes les possibilités de falsifications : timbres replaqués, regommés ou lavés. Cependant le risque existe, même si le marché du timbre ne semble pas trop affecté par ces pratiques.

La plupart des biens, objets d'usage courant ou oeuvres d'art, sont collectionnés à un moment ou à un autre de leur histoire. Mais rares sont ceux qui, comme le timbre-poste, ont dès leur apparition été à l'origine de la mise en place de structures favorisant les transactions commerciales. C'est l'existence de cette particularité, mais aussi de diverses autres caractéristiques, qui nous ont incité à choisir le timbre-poste de collection comme sujet d'étude.

III) LE TIMBRE-POSTE DE COLLECTION COMME VALEUR DE PLACEMENT.

La collection de timbres-poste est probablement la collection la plus répandue en France comme dans de nombreux pays. La plupart des philatélistes rangent dans leurs albums une grande quantité de timbres de faible valeur unitaire, mais un certain nombre d'entre-eux possèdent également des timbres de plus grande valeur (cette dernière pouvant atteindre plusieurs dizaines de milliers de francs). Notre optique étant celle de la gestion de patrimoine, nous devons opérer une distinction entre ces deux catégories de timbres. En effet, l'existence d'une valeur unitaire minimum apparaît

indispensable pour qu'un bien puisse être considéré comme un placement. Dans le cas présent, nous limiterons notre étude aux timbres dont la valeur est au moins égale à 1000 francs. Cette limite inférieure de 1 000 francs peut paraître évidemment arbitraire, mais elle permet d'opérer une distinction entre le loisir et le « loisir-investissement ». C'est désormais à cette dernière catégorie que nous réserverons l'appellation « timbres-poste de collection ».

Pour la grande majorité des collectionneurs disposés à déboursier mille francs ou plus pour un timbre, la philatélie n'est pas seulement un placement, c'est aussi et surtout un plaisir. Nous avons déjà évoqué l'importance de ce dernier aspect, lorsque l'on veut analyser les objets d'art et de collection, et nous avons également vu que celui-ci devait être intégré lors du calcul du rendement global d'un bien. Dès lors, il est possible d'analyser la place d'un bien comme le timbre-poste de collection dans une stratégie patrimoniale, sans se heurter au caractère réducteur d'un calcul de rentabilité basé uniquement sur des critères financiers.

Il faut d'ailleurs noter que tous les particuliers qui achètent des peintures, des sculptures ou des timbres-poste de collection pour se faire plaisir, tout en espérant (secrètement ou non) ne pas perdre d'argent, et même faire une bonne affaire, ont déjà fait le choix d'intégrer ces biens dans leur gestion de patrimoine. La prise en compte des objets d'art et de collection correspond plus, nous semble-t-il, à une « théorisation » de la pratique, qu'à une nouvelle idée que l'on pourrait proposer à des investisseurs.

Cependant, même si la dimension purement financière n'est pas dominante, elle doit tout de même exister, à défaut de quoi l'on retombe dans la

collection de « boîtes à camembert », sans aucune valeur pécuniaire. Le bien considéré doit donc pouvoir faire l'objet de transactions régulières. En résumé, il doit exister un marché suffisamment efficient pour ce type de bien.

La deuxième partie de cette thèse est en grande partie consacrée à l'analyse de l'efficience sur le marché du timbre-poste de collection. Néanmoins, il nous semble utile de rappeler les facteurs qui, *a priori*, nous ont incités à choisir ce bien en vue d'une étude.

L'existence d'un marché des objets d'art et de collection ne fait pas vraiment de doute quand on regarde le chiffre d'affaires des maisons qui organisent des ventes aux enchères, même s'il s'agit plutôt de marchés au pluriel, chaque catégorie d'objets d'art et de collection possédant son propre marché. On peut également penser au nombre d'entreprises qui vivent, plus ou moins directement, des transactions relatives à ces biens : galeries de peintures, antiquaires... ou mêmes les restaurateurs d'objets anciens. Dans le cas du timbre-poste, c'est plusieurs centaines de négociants, à travers la France, qui vivent du commerce de « ces vignettes colorées ».

Ce constat confirme l'intérêt d'une étude d'une manière générale, mais si nous avons choisi de nous tourner plus spécifiquement vers le timbre-poste, c'est aussi pour d'autres motifs.

Le premier, et probablement le plus important, tenait à notre volonté de mener une étude statistique rigoureuse, ce qui se révèle nettement plus réalisable avec le

timbre-poste de collection qu'avec la plupart des objets d'art et de collection, et ceci pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les timbres, objet de notre étude, ne sont pas des pièces uniques. En effet, si les peintures, sculptures, tapisseries et autres meubles anciens n'existent qu'en très petit nombre d'exemplaires, et généralement en un seul, ce n'est pas le cas des timbres-poste de collection.

Certes, certains timbres sont devenus des pièces uniques à la suite d'un événement exceptionnel, par exemple, à la suite d'une erreur sur la couleur, la valeur faciale ou l'oblitération. Mais on trouve, à côté de ces « raretés philatéliques », plusieurs dizaines de timbres qui existent en plusieurs centaines, parfois plusieurs milliers d'exemplaires, quasiment identiques, et qui sont l'objet de transactions pour une valeur unitaire de plusieurs milliers ou dizaines de milliers de francs.

La principale conséquence de ce phénomène est, dans ce cas, l'existence d'une fréquence d'échange relativement élevée. Nous avons ainsi pu identifier presque une centaine de timbres vendus au moins une fois par an, et souvent plusieurs fois par an. Cette périodicité annuelle est très faible comparée à celle des actions, mais elle est extrêmement forte comparée à celle des toiles de maîtres et autres objets d'art et de collection mis en vente une fois tous les vingt ans, quand ce n'est pas tous les siècles.

Par ailleurs, l'existence d'un instrument propre au marché du timbre, unique en son genre pour de nombreuses raisons, va favoriser cette analyse statistique : il s'agit du « catalogue de cotes ». Nous reviendrons en détail sur le fonctionnement de ce dernier dans les prochains chapitres, mais on peut d'ores et déjà souligner les

éléments qui lui confèrent un intérêt particulier. Ce type de catalogue recense l'ensemble des timbres existant et leur attribue une cote. Celle-ci ne correspond pas à la valeur exacte de vente d'un timbre-poste de collection ; il s'agit plutôt d'une base de référence lors des transactions. Mais l'aspect essentiel réside dans le fait que ces cotes sont reconnues par tous les philatélistes, même si chacun, selon son intérêt, la trouve trop élevée ou au contraire trop faible. L'utilisation systématique des cotes comme base de départ lors des transactions s'explique en grande partie par l'histoire de la philatélie. En effet, nous avons évoqué précédemment les principaux événements qui ont marqué les débuts de la philatélie, et l'un des plus remarquable est certainement l'apparition extrêmement précoce des catalogues de cotes. En effet, ces derniers sont apparus en même temps que les premiers négociants et les premières bourses aux timbres, en fait, dès qu'il y a eu un marché du timbre, aussi embryonnaire soit-il. Et ces catalogues ont continué à se développer jusqu'à aujourd'hui ; ainsi l'un d'entre eux a-t-il fêté son centenaire et est vendu à plus de 200 000 exemplaires. Ce phénomène est unique dans la mesure où ce type de catalogue n'existe pas pour les autres objets d'art et de collection, ou alors de manière très récente, et de toute façon sans posséder la même notoriété auprès des acteurs sur le marché.

Le deuxième motif, qui est lié au rapide développement du marché philatélique au vingtième siècle, et qui confirme son caractère original, est l'apparition d'une méthode de vente spécifique : la vente sur offre. Les mécanismes de cette dernière (sorte de vente aux enchères uniquement par correspondance), seront analysés ultérieurement, mais le simple fait qu'une modalité de transaction, qui n'est pas utilisée pour les autres objets d'art et de collection, soit apparue, et se soit maintenue, générant à

l'heure actuelle des milliers de transactions chaque année, nous a confortés dans notre choix d'étudier plus particulièrement le marché des timbres-poste de collection.

Tous ces éléments, fréquence des échanges beaucoup plus élevée que pour les autres objets d'art et de collection, utilisation d'un catalogue de cote reconnu par tous les acteurs du marché, et existence d'une forme originale de vente, nous ont amené à réaliser une étude sur l'opportunité d'un « placement » en timbres-poste de collection dans le cadre d'une gestion de patrimoine globale. Il reste maintenant à vérifier si ce bien possède vraiment les qualités nécessaires pour être un bon placement, c'est-à-dire, être échangé sur un marché efficient (ou en tout cas suffisamment efficient), et procurer un rapport rentabilité-risque intéressant pour un investisseur. C'est l'objet de la deuxième partie de cette thèse.

DEUXIEME PARTIE :
LE MARCHE DU TIMBRE-POSTE DE
COLLECTION

CHAPITRE I :

L'EFFICIENCE DU MARCHE DU TIMBRE-
POSTE DE COLLECTION.

DEUXIEME PARTIE : LE MARCHE DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION

La première partie de cette thèse a permis de démontrer que le timbre-poste de collection peut être une valeur de placement au sens des critères retenus en gestion de patrimoine. Il reste cependant à vérifier si, dans la pratique, cette valeur de placement répond à deux exigences essentielles : être échangée sur un marché efficient et apporter un rendement acceptable à un investisseur. C'est l'objet des deux prochains chapitres.

CHAPITRE I : L'EFFICIENCE DU MARCHE DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.

R. GILLET rappelle, dans un article de 1991¹, que « dans la littérature financière, le concept d'efficience des marchés, illustre en fonction du critère retenu, trois situations différentes. Ainsi, un marché est considéré comme efficient du point de vue de l'allocation des ressources, lorsque le prix des actifs évolue de manière à égaliser les taux marginaux de rendement ajustés pour le risque entre tous les épargnants et tous les investisseurs. Deuxièmement, un marché est défini comme efficient d'un point de vue opérationnel, si les coûts de transactions sont fixés à des niveaux tels que les teneurs de marchés réalisent des profits concurrentiels. Enfin, un marché est jugé efficient d'un point de vue informationnel, quand le prix des actifs prend en compte toute

¹ GILLET (Roland) : « Efficience informationnelle : un concept clé de la finance moderne », Problèmes Economiques, N° 2.319-2.320, avril 1993, p.63.

l'information disponible de façon à refléter les valeurs économiques sous-jacentes de ces derniers. »

Partant de ce constat, et étant donné les difficultés rencontrées pour quantifier des marchés tels que ceux des objets d'art et de collection, il semble intéressant d'étudier qualitativement l'efficacité du marché du timbre-poste de collection. A cet effet, on étudiera successivement: l'atomicité (SECTION I), la liquidité (SECTION II) et la transparence (SECTION III), à l'instar du travail réalisé par P. MORIEUX¹ sur les commodes Louis XV.

Il serait cependant appréciable de pouvoir prolonger cette analyse en intégrant une étude quantitative de l'efficacité. Le principal obstacle à la réalisation de ce type d'étude réside généralement dans les difficultés d'accès à l'information, en particulier pour les objets d'art et de collection. Mais ici encore, la situation originale du timbre-poste de collection permet de lever cet obstacle et de proposer une analyse quantitative de l'efficacité informationnelle sous sa forme faible, c'est l'objet de la dernière section (SECTION IV).

¹ MORIEUX (Pascal) : « Satisfaction, profit et risque retirés d'un placement en actifs non-financiers », Université de Lille 1, 1980.

SECTION I : L'ATOMICITÉ SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION : ANALYSE DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE.

D'un point de vue théorique, l'atomicité du marché suppose que les offreurs et les demandeurs soient très nombreux, afin qu'aucun d'entre-eux ne puissent exercer une réelle influence sur le prix. De plus, il doit s'agir de biens homogènes ; l'acheteur ne devant pas être en mesure de réaliser une discrimination entre les vendeurs, ou les vendeurs d'influencer le prix.

Qui sont les acheteurs et les vendeurs sur le marché des timbres-poste de collection ? Peut-on évaluer leur nombre ? Les paragraphes qui suivent vont essayer de répondre à ces questions.

Il est très rare de trouver sur le marché philatélique des intervenants qui ne se spécialisent que dans les timbres de grande valeur. En effet, la plupart des philatélistes construisent des collections en fonction de critères très divers : les timbres d'un pays (France, Grande-Bretagne, avec ou sans leurs colonies), ou à l'intérieur d'un pays par type de timbre (les types CERES, SAGE, BORDEAUX) ou par variété (différentes nuances d'un même timbre). La collection peut également être thématique : les avions, les bateaux... Certaines sont considérées comme plus sérieuses : les carnets, les millésimes, les coins datés, les timbres de la libération, les préoblitérés...¹ Très fréquemment, ces collections contiennent quelques « belles pièces » mais le reste de la collection est de plus faible valeur unitaire.

¹ On trouvera une étude très détaillée sur les différentes collections possibles dans l'ouvrage de CAITI (Jean) et SALVA (Patrice), Op. cit., p.49.

De même, les négociants proposent à leur clientèle aussi bien des timbres courants que des timbres de grande valeur. Cela ne signifie pas que l'on puisse trouver des pièces exceptionnelles chez n'importe quel négociant. En effet, si un acheteur cherche un timbre très rare, voire unique, par exemple un timbre ayant été victime d'une erreur lors de sa fabrication, il devra s'adresser à l'un des plus grands négociants parisiens. Parmi les erreurs que l'on peut rencontrer, on peut citer l'exemple d'un timbre qui n'a pas la couleur correspondant normalement à sa valeur faciale, ainsi le timbre de 3 skillings imprimé en 1855 en jaune orange par les postes suédoises alors que la couleur normale des timbres de 3 skillings est le vert. Le jaune orange étant la couleur des timbres de 8 skillings¹. Ce timbre, cette pièce unique, a été achetée 1 357 140 \$ par un collectionneur suisse en 1990. Il peut également s'agir de la présence d'un timbre tête bêche au milieu de plusieurs autres. C'est le cas du plus célèbre timbre français : le 1 franc vermillon, dont il existe un bloc de quatre comportant un timbre tête bêche, et qui est estimé à 2 millions de francs².

Ces « erreurs philatéliques » font rêver tous les collectionneurs et il fallait signaler leur existence ; mais elles occupent une place à part sur le marché et ne sont pas intégrées dans le cadre de cette thèse. En effet, le caractère unique, qui leur confère leur valeur, nuit fortement à leur liquidité. Beaucoup sont dans des musées, et les autres sont l'objet de transactions très espacées dans le temps, souvent confidentielles, et parfois ne sont jamais échangées. Ils ne peuvent donc pas être considérés comme des valeurs de

¹ « Très chères erreurs », *Le Point*, N° 1097, semaine du 25 septembre au 01 octobre 1993, page 88.

² Pour plus d'information sur les erreurs en philatélie, on peut consulter l'ouvrage intitulé : « *La valeur de l'erreur en philatélie* » édité par le Musée de la Poste en 1993, à l'occasion d'une exposition exceptionnelle qui regroupait les erreurs philatéliques les plus célèbres dans le monde.

placement au même titre que les autres timbres retenus dans notre étude, de valeur unitaire moindre, mais en nombre suffisant pour posséder une liquidité minimum.

Ainsi, si l'on décide d'écarter du champ de notre étude les pièces exceptionnelles, s'aperçoit-on que le marché des timbres-poste de collection correspondant à des valeurs de placement, se confond avec le marché philatélique dans son ensemble. Les demandeurs comme les offreurs effectuent des transactions sur un éventail très large de timbres, du timbre ordinaire à la valeur de placement. C'est donc au niveau global que doit se réaliser l'analyse des intervenants sur le marché.

I) ANALYSE DE L'OFFRE.

Dans un article paru en 1994¹, la Chambre Syndicale des Négociants et Experts en Philatélie (C.N.E.P.) dressait un panorama de l'offre sur le marché philatélique :

« La plupart du temps les collectionneurs commencent par acheter leurs timbres à la poste. Puis ils se tournent rapidement vers les négociants, et parfois s'inscrivent à un club. » Ces clubs appelés « Sociétés Philatéliques » existent dans presque toutes les villes de France et sont regroupés à l'intérieur de la Fédération des Sociétés Philatéliques de France, elle-même affiliée à la Fédération Internationale de Philatélie. A l'intérieur d'une Société Philatélique, pour des cotisations très faibles, on reçoit des services très appréciables tels que le service des nouveautés, la fourniture de matériel et

¹ « Bien acheter, bien vendre : Le point de vue de la C.N.E.P. », Le Monde des Philatélistes N° 485, mai 1994, page 14.

de catalogues à prix réduits, et bien sûr la possibilité d'échanger ses timbres avec d'autres membres.

La C.N.E.P. rappelle cependant que « l'agent économique prépondérant sur le marché philatélique est le négociant », on en compte environ 400 en France¹. Chez eux, le philatéliste a le choix entre différentes méthodes de vente : en **magasin**, afin de bénéficier des conseils et d'un certain choix ; ou par **correspondance**, pour les collectionneurs qui ne peuvent pas se déplacer, en particulier grâce aux prix courants (listes de timbres disponibles avec le prix de vente), aux catalogues et aux publicités dans la presse philatélique.

Mais la C.N.E.P. cite également un endroit, connu de tous les amateurs, et qui est une particularité du négoce philatélique : « **Le "marché au timbre"**. Ce marché attire de nombreux collectionneurs qui ont la possibilité de rencontrer en une seule fois plusieurs marchands. (Il est situé à Paris, au carré Marigny, et est divisé en deux parties : d'une part, le long de l'avenue Matignon c'est le royaume des « pieds humides », espace réservé aux amateurs de toutes sortes ; d'autre part, le long des avenues Marigny et Gabriel, c'est le domaine des professionnels). On peut acheter un très large éventail de timbres chez des négociants qui ont parfois un magasin. Les négociants du marché aux timbres sont des marchands à part entière. Il conviendra cependant de se méfier des « pieds humides », lieu où se déroule des transactions paracommerciales parfois douteuses.

¹ Chiffre donné par le Service National des Timbres-Poste et de la Philatélie dans un document édité en novembre 1993.

Il y a environ 250 négociants adhérents à la C.N.E.P, dont quelques négociants étrangers (source : C.N.E.P)

Enfin, les acheteurs plus chevronnés pourront participer à des **ventes aux enchères**, qui ont lieu en public, ou à des **ventes sur offres**, « sorte de vente aux enchères par écrit »¹. (Ces deux dernières méthodes seront reprises en détail lors de l'analyse de la liquidité².)

Il faut indiquer que le marchand, tout comme le commissaire-priseur, garantit la marchandise. Cette garantie est par contre absente lors de négociations entre particuliers ou au sein d'un club. A cette occasion, il faut également rappeler le rôle de l'expert et celui des chambres syndicales.

L'expertise, en philatélie comme dans de nombreux autres domaines, n'est pas une activité réglementée ; ce qui est à l'origine de très nombreux débats³ sur le risque de voir n'importe qui utiliser cette appellation. Il existe cependant des structures qui offrent des garanties très solides. C'est le cas de l'Association Internationale des Experts en Philatélie (A.I.E.P.) qui réunit un nombre important de professionnels mais aussi d'amateurs ; car bon nombre de collectionneurs spécialisés peuvent prétendre, eux aussi, au titre d'expert, et d'ailleurs il n'est pas rare que les professionnels fassent appel à leurs compétences. Ils sont très peu nombreux à exercer ce métier ; on peut citer en particulier Roger CALVES et Jean-François BRUN. L'expertise correspond à une appréciation qualitative d'un timbre sur trois points précis : l'identité du timbre, c'est-à-dire son numéro dans un catalogue et éventuellement sa variété ; son état, qu'il s'agisse

¹ « Bien acheter, bien vendre : Le point de vue de la CNEP », *Op. cit.*, p.14

² Voir *supra* page 245

³ «Experts et expertises», Etude N° 206, Le Monde des Philatélistes, 1976, p.1.

de sa fraîcheur ou de l'existence d'une réparation ; et son authenticité, car il existe aussi des faux en philatélie. En ce qui concerne l'appréciation quantitative, la détermination d'un prix de vente, on quitte le domaine de l'expertise pour celui de l'estimation qui est du ressort du négociant.

Concernant les chambres syndicales, nous avons déjà cité la Chambre Syndicale des Négociants et Experts en Philatélie (C.N.E.P.), située rue Drouot à Paris. Il faut noter que l'appartenance d'un négociant à une chambre syndicale représente toujours une excellente garantie pour l'acheteur. Le sigle représenté sur les annonces publicitaires ou exposé dans les boutiques est un label de sérieux. En effet, il suffit de quelques plaintes justifiées pour entraîner l'exclusion d'un négociant, les chambres syndicales élaborant des codes de déontologie auxquels les adhérents doivent souscrire.

Ces quelques paragraphes ont dressé un panorama des intervenants sur le marché du timbre-poste de collection, du point de vue de l'offre : négociants, experts, chambres syndicales. Il reste cependant à évoquer le rôle d'un acteur non négligeable : l'Etat et plus précisément celui de la Poste. Le rôle de l'Etat est évidemment essentiel en ce qui concerne l'émission des timbres-poste, puisqu'il en possède le monopole, mais ne concerne que les émissions nouvelles. En effet, et cela nous a été confirmé, lors d'un entretien, par Mme AMALFITANO du Service National des Timbres-Poste et de la Philatélie, la Poste ne joue et ne veut jouer aucun rôle dans le commerce des timbres d'occasion.

Or ces nouvelles émissions ne constituent pas des valeurs de placement. Elles sont conservées à l'unité, en planches ou en carnets, à l'état neuf, dès leur émission, en centaines de milliers d'exemplaires par l'ensemble des collectionneurs. Il est donc quasiment impossible qu'elles prennent un jour de la valeur. Contrairement aux négociants, la Poste n'intervient donc que sur un des segments du marché philatélique, qui n'intéresse pas la gestion de patrimoine. Tout au plus pourra-t-on remercier l'Etat d'avoir créé et développé le timbre-poste, et lui reprocher d'avoir multiplié les émissions et les quantités émises depuis soixante ans, mais cet aspect sera envisagé dans le paragraphe consacré à la demande.

II) ANALYSE DE LA DEMANDE.

Il est toujours difficile de quantifier le nombre de demandeurs sur des marchés où les transactions ne sont pas centralisées. Sur les marchés financiers, on connaît, le montant des transactions et leur nombre avec une périodicité qui va de la minute à la journée ou à l'année. Sur le marché philatélique, il n'existe aucun organisme chargé de recenser les ventes réalisées ou le nombre d'intervenants. Si l'on considère ce marché globalement, on peut néanmoins avancer certains chiffres relatifs aux collectionneurs. Dans un article paru dans "le Monde", Pierre JULLIEN et Jean-Claude ROUY¹ indiquent que : « Chaque année, sur les 4 milliards de timbres commercialisés, 400 millions concernent les séries philatéliques, sans compter les nouvelles valeurs de Marianne, et on évalue à 100 millions le nombre de timbres ainsi amassés neufs dans les albums. En retenant le chiffre de deux millions de collectionneurs (la Poste possède 100

¹ JULLIEN (Pierre) et ROUY (Jean-Claude) : « Poste : La grosse galette », Le Monde temps libre , samedi 15 janvier 1994, page VIII.

000 abonnés à son service de vente par correspondance et 500 000 réservataires dans les bureaux de poste), Guy LORMAND , chef du Service National des Timbres-Poste estime à près de 500 millions de francs le tribut que les philatélistes paient chaque année à la Poste. Une somme qui rend envieux plus d'un négociant. »

Pour mieux comprendre les rapports qui existent entre les collectionneurs et la Poste, on pourra se reporter à un dossier : « Les dessous du timbre », paru dans le magazine trimestriel de la Poste REFERENCES¹, et à un autre dossier paru dans le Monde des philatélistes : « les collectionneurs et la Poste »². Mais l'on retiendra surtout pour la suite de notre étude, qu'avec deux millions de collectionneurs et 500 millions de francs versés à l'Etat sans contrepartie (on parle parfois « d'impôt volontaire »), nous sommes en présence d'un marché dynamique, pour un marché essentiellement constitué de particuliers.

Certes, ces deux millions de collectionneurs, disposés à mettre 100 F³ par an dans des nouveautés, ne sont pas tous intéressés par des timbres de collection beaucoup plus onéreux, mais cela démontre qu'il existe un vivier. Nombre d'entre eux pourraient s'intéresser aux timbres de collection plus anciens, en particulier si cela coïncidait avec une gestion de patrimoine judicieuse.

¹ «Les dessous du timbre » : REFERENCES n°53, septembre-octobre 1994.

² «Les collectionneurs et la Poste », Le Monde des Philatélistes N°487, juillet-août 1994, pp.33-67.

³ C'est la valeur obtenue en faisant le rapport entre les 500 millions de francs et les 2 millions de collectionneurs. C'est également le chiffre auquel arrive Alain MASSACRIER dans une étude réalisée sur les nouveautés françaises de 1956 à 1980 : MASSACRIER (Alain) : « Les nouveautés françaises », L'Echo de la timbrologie, novembre 1981, pp.13-15 et décembre 1981, pp.16-17. A cet effet, on peut rappeler sa conclusion : « L'étude du niveau et de l'évolution du prix d'achat des nouveautés nous a apporté une agréable surprise : le coût d'achat pour un collectionneur d'une série de l'ensemble des nouveautés françaises pour une année donnée est faible. En 1980 il n'a dépensé que 101,20 F. Entre 1956 et 1980 la moyenne annuelle du prix d'achat n'est que de 86,66 F en francs constants base 1980. »

En attendant une ruée qui ferait la joie des négociants, il est nécessaire de mieux cerner le marché spécifique des timbres de placement. A défaut de statistiques fournies par un organisme officiel, on peut se reporter à une estimation réalisée également par Alain MASSACRIER¹ en 1985. L'auteur précise dès le départ que les chiffres obtenus ne sont que des ordres de grandeur avec une marge d'erreur élevée : environ 25%. La méthode repose sur une extrapolation du chiffre d'affaires réalisé en 1984 par les négociants dans les différents segments du marché : nouveautés (françaises et étrangères), et timbres d'occasions (français, colonies et ex-colonies, étrangers). Il arrive à la conclusion que sur un chiffre d'affaires global de 600 millions de francs réalisé par l'ensemble des négociants en 1984, la décomposition est la suivante :

- nouveautés : 400 millions dont
 - nouveautés françaises : 360 millions
 - nouveautés étrangères : 40 millions
- timbres d'occasion : 200 millions
 - timbres de France : 130 millions
 - timbres des colonies et ex-colonies françaises : 40 millions
 - autres pays : 30 millions.

Si l'on compare les 360 millions consacrés aux nouveautés françaises en 1984 avec les 500 millions dépensés en 1994, on peut évaluer la progression à 28%. Un chiffre aussi précis n'a évidemment que peu de sens lorsque l'on se fonde sur des

¹ MASSACRIER (Alain) : « Le marché philatélique français en 1984 : estimation du montant des transactions », L'Echo de la timbrologie, septembre-octobre 1985

estimations très approximatives. Cependant, on peut en déduire une progression du marché ou tout au moins une stabilisation. Cette conclusion s'applique-t-elle également aux timbres français d'occasion ? La réponse est plus nuancée. Si l'on considère, comme Alain MASSACRIER, que les ventes de timbres neufs sont un indicateur de l'ensemble du marché, alors la réponse est positive. Si au contraire, on écoute les plaintes des négociants sur la stagnation du marché depuis le début des années 80, la réponse est alors négative. Mais n'est-il pas de bon ton pour un négociant de se plaindre des difficultés de la conjoncture, en particulier lorsqu'un philatéliste se présente pour vendre sa collection ? Quoi qu'il en soit, la bonne santé du marché des timbres neufs ne peut avoir globalement qu'un impact positif, les demandeurs sur ce marché constituant le vivier des futurs collectionneurs de timbres d'occasion. L'expression « timbres d'occasion » recouvrant aussi bien les timbres de faible valeur unitaire, que les timbres de collection beaucoup plus chers, et qui sont l'objet de notre étude.

Si l'on veut maintenant quantifier plus précisément la demande sur le marché des timbres-poste de collection, on se heurte à nouveau au problème du manque d'information. On peut cependant obtenir une bonne estimation du nombre d'intervenants sur ce marché en se basant sur les ventes sur offres. En effet, lors de chaque vente sur offres, qui est une forme de vente aux enchères par correspondance, le négociant organisateur envoie un catalogue descriptif des différents lots mis en vente. Ces catalogues sont présentés sur papier plastifié avec des photographies en couleur et une description très précise de chaque pièce. Il s'agit de publication de très grande qualité, dont la consultation est déjà un plaisir pour le collectionneur, mais dont évidemment le coût de fabrication est très élevé. Les négociants ne peuvent donc pas les

distribuer au hasard et en grande quantité. Ils doivent cibler les acheteurs potentiels : en général des habitués, ou de nouveaux collectionneurs qui ont manifesté le souhait de recevoir le catalogue. En connaissant le nombre de catalogues expédiés, on peut ainsi déterminer le nombre de demandeurs de timbres-poste de collection. Il reste toutefois un problème, dans la mesure où chaque année plusieurs ventes sur offres sont organisées par des négociants différents : faut-il additionner les uns aux autres les catalogues envoyés par chaque négociant, ou s'adressent-ils aux mêmes personnes ? Il est impossible de procéder à un comparatif des différentes listes, mais tout laisse à penser que l'on trouverait souvent les mêmes noms. Si l'on se fonde sur ce raisonnement et sur les chiffres avancés par les négociants lors de divers entretiens, on peut avancer le nombre de 5 000 à 10 000 acheteurs potentiels lors d'une vente sur offres. Ce qui correspond à une estimation réalisée par Alain MASSACRIER, ce dernier écrivant : « Pour les pièces importantes, passant en vente sur offres, environ 10 000 collectionneurs sont concernés sérieusement. Assez âgés dans l'ensemble, un problème de renouvellement des générations semble apparaître car les « jeunes » connaissent une concurrence entre les loisirs, infiniment plus forte qu'il y a 30 ans. »

III) CONCLUSION

Si l'on se réfère aux chiffres annoncés ci-dessus, le marché du timbre-poste de collection met en présence environ 10 000 acheteurs et 400 négociants. On peut réviser ces chiffres au niveau de l'offre en précisant que, lors d'une vente sur offres, le négociant-organisateur inscrit dans son catalogue de nombreux lots, parfois quasiment identiques, qui appartiennent à des collectionneurs qui souhaitent s'en

séparer. Le négociant a alors le rôle d'un intermédiaire qui représente plusieurs offreurs (si plusieurs timbres identiques sont dans le catalogue) face à un ensemble de demandeurs. Certes, le fait que beaucoup de collectionneurs soient simultanément ou successivement offreurs et demandeurs élargit le champ de l'offre au-delà des 400 négociants précités, mais seule une vingtaine d'entre eux organisent régulièrement ce type de vente en l'annonçant dans la presse philatélique.

Avec des chiffres aussi modestes, la question de l'atomicité du marché reste posée. Cependant, plus qu'une question de nombre d'intervenants, l'atomicité réside dans l'impossibilité pour un acheteur ou un vendeur de décider du prix d'un bien en vertu d'une position dominante. Or le nombre d'intervenants en présence, même s'il est modeste, permet tout de même à un acheteur de mettre en concurrence plusieurs vendeurs, et réciproquement pour un vendeur. Si l'on compare cette situation avec celle de la plupart des autres objets d'art et de collection, on remarque que l'homogénéité, ou la non-homogénéité, des biens revêt un caractère essentiel. Pascal MORIEUX¹ concluait pour sa part ainsi : « Dans le marché du meuble d'époque, l'imperfection de la concurrence est évidente. L'offre et la demande traduisent une totale absence d'atomicité. Les mêmes conclusions ont pu être faites en ce qui concerne le marché de la peinture par R. MOULIN. Ainsi, sur le marché du meuble d'époque, le nombre d'unités économiques (agents ou institutions) du côté de l'offre et du côté de la demande n'est pas identique : de plus certaines de ces unités disposent sur le marché d'une position dominante. Enfin, l'offre sur ce marché consiste très souvent en une offre de « pièces uniques ».

¹ MORIEUX (Pascal), *op. cit.*, p.75.

La possibilité de trouver les timbres de collection en plusieurs exemplaires quasiment identiques, en tout suffisamment proches pour ne pas entraîner des différences de prix significatives à cause de la qualité, place le timbre-poste de collection dans une situation plus satisfaisante en ce qui concerne l'atomicité. Il faut maintenant s'intéresser à la liquidité du marché pour compléter cette analyse.

SECTION II : LA LIQUIDITE SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.

Le problème de la liquidité d'un bien a déjà été évoqué, dans les paragraphes consacrés à la gestion de patrimoine, comme un élément essentiel lors du choix d'un placement. Le degré de liquidité correspond à la plus ou moins grande facilité à acheter ou vendre un bien. Ce phénomène a évidemment un impact direct sur l'efficience dans la mesure où l'existence d'obstacles à la liquidité empêche les intervenants sur un marché de réagir à la moindre variation de l'information disponible ; ce qui contredit, au moins partiellement, l'hypothèse selon laquelle le prix d'équilibre reflète complètement et instantanément toute l'information disponible à un certain moment.

Le principal obstacle à la liquidité d'un bien réside généralement dans les coûts de transactions que les acheteurs et les vendeurs doivent acquitter lors de chaque négociation. Or, le montant de ces coûts de transaction dépend directement du mode de négociation choisi. C'est pourquoi nous allons étudier, dans une première étape, les modes de transaction sur le marché des timbres-poste de collection ainsi que les frais qu'ils induisent. La deuxième étape étant consacrée à une synthèse des caractéristiques qui, au contraire, influencent positivement la liquidité sur ce marché.

I) LES MODES DE TRANSACTION SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.

L'analyse de l'offre met en évidence trois modes de transaction : la vente aux enchères, la vente sur offres et la vente de gré à gré entre un particulier et un négociant ; chacun générant des coûts d'origines fiscales et contractuelles différents.

A) LA VENTE AUX ENCHÈRES.

Nous passerons assez rapidement sur cette méthode de vente dans la mesure où elle ne concerne que marginalement les timbres-poste de collection. En effet, si la vente aux enchères est incontournable lorsque l'on s'intéresse aux peintures, aux sculptures, ou aux meubles... elle intervient beaucoup plus rarement dans le cas qui nous intéresse. Lors d'une visite à la bibliothèque des commissaires-priseurs de Drouot, située rue de la Grange Batelière dans le 9^e arrondissement de Paris, nous avons pu remarquer que les ventes de timbres-poste de collection étaient relativement rares, comparativement aux modes de transaction, à commencer par les ventes sur offres. De plus, elles concernent généralement des albums entiers de timbres de faible valeur et non pas des pièces de collection au détail, à l'exception de quelques rares ventes prestigieuses.

Si l'on regarde maintenant les ventes organisées par les « auctionniers » anglo-saxons, à savoir CHRISTIE'S et SOTHEBY'S, leaders incontestés au niveau international, on s'aperçoit que le nombre de timbres français proposés à la vente est

faible. L'examen des catalogues de vente aux enchères édités par CHRISTIE'S de 1984 à 1992 donne un maximum d'une centaine de timbres français chaque année. Il s'agit par contre de timbres à l'unité de plusieurs milliers de francs et non pas d'albums complets. On trouve en beaucoup plus grand nombre les timbres de Grande-Bretagne et des colonies de l'empire britannique, mais cela sort du cadre de notre étude.

Certes, l'existence de ventes prestigieuses telles que celle organisée par David FELDMAN le 3 novembre 1993, et qui a vu l'adjudication d'une enveloppe de l'île Maurice au prix de 5 millions de francs suisses, soit environ 20 millions de francs français, sans les frais, fait toujours rêver¹. Mais tout cela reste exceptionnel et ne doit pas donner de faux espoirs à la grande majorité des collectionneurs.

Si l'on souhaite néanmoins comparer les coûts de transaction liés aux différents types de vente, il faut noter que dans le cas d'une vente aux enchères, les conditions suivantes s'appliquent à un particulier :

- Lors de l'achat, il supporte une commission (correspondant aux honoraires du commissaire-priseur) de 9%, calculée sur le prix d'adjudication, et sur laquelle il faut appliquer une TVA de 5,5% (pour les livres) ou 20,6% (pour les autres objets d'art et de collection) ;
- Lors de la vente, il doit acquitter des frais de vente à hauteur de 14%, correspondant aux honoraires du commissaire-priseur, auxquels il faut ajouter les honoraires de

¹ « Une vente record », L'Echo de la timbrologie N° 1659, décembre 1993, page 10.

l'expert (entre 3 et 6%), les frais de publicité et de catalogues (entre 4 et 6%), ainsi que la TVA sur les honoraires et les services.

Il devra également acquitter un droit de suite de 3% et un droit de reproduction variable¹ s'il s'agit d'une oeuvre moderne ou contemporaine, mais cela ne concerne pas les timbres-poste de collection.

Fiscalement, le particulier n'est taxé que si le bien est vendu plus de 20 000 F. Dans ce cas, il a le choix entre, soit, déclarer la plus-value dans le cadre de l'Impôt sur le Revenu des Personnes Physiques (I.R.P.P.), s'il peut justifier du prix d'acquisition du bien, soit acquitter une taxe sur les ventes de 5% calculée sur le prix d'adjudication. Cette taxe, initialement de 4,5%, a été augmentée de 0,5% depuis le 1 février 1996 dans le cadre de la Contribution au Remboursement de la Dette de la Sécurité sociale (C.R.D.S.).

L'ensemble des frais de transaction représente donc, achat et vente confondus, près de 30%, ce qui est extrêmement lourd. Certes la vente aux enchères n'est pas le principal mode de transaction, mais les autres possibilités offertes aux particuliers présentent le même inconvénient.

¹Le droit de reproduction est une obligation jurisprudentielle récente qui est ainsi définie dans une documentation publiée par LA CHAMBRE NATIONALE DES COMMISSAIRES-PRISEURS : «Généralisé depuis 1993, le droit de reproduction consiste en une taxe de 2% du prix d'adjudication au-dessus de 100 000 francs, de 4% au-dessous de ce seuil, versée à l'auteur de l'oeuvre ou à ses ayants-droit pour toute reproduction d'oeuvre dans le catalogue de la vente. »

B) LA VENTE SUR OFFRES.

Dans un article paru en mars 1994¹, Dominique BUFFIER raconte l'invention de cette méthode originale de vente généralement réservée aux timbres-poste de collection : « Philatéliste et marchand de timbres parisiens, Octave ROUMET ouvre une boutique en 1897, avenue Victor HUGO avant de se fixer définitivement, en 1927, au 17, rue Drouot (...) Cette même année 1927, Octave ROUMET assiste en Normandie à la vente de chevaux chez un propriétaire. Il constate que la vente s'effectue à l'aide d'ordres inscrits sur un papier et jetés dans une boîte. Au prix le plus offrant, revenait le cheval. Aussitôt, l'idée de procéder de même pour la vente des timbres surgit dans son esprit. La vente sur offres venait d'être inventée. »

Il s'agit d'une méthode originale de transaction qui se déroule uniquement par correspondance. Les offreurs envoient leurs propositions d'achat avant une date limite précisée dans un catalogue qui recense l'ensemble des lots mis en vente. L'envoi d'une offre par courrier existe également dans les ventes aux enchères, mais contrairement à cette autre forme de transaction, les acheteurs ne sont pas réunis lors de l'attribution qui résulte simplement du dépouillement du courrier. Il n'est donc pas possible de surenchérir. L'offre proposée pour un lot ne peut pas être modifiée en fonction des propositions des autres acheteurs, ce qui modifie fondamentalement le processus d'anticipation des différents acheteurs. Nous allons, dans un premier temps, analyser les mécanismes de cette forme de vente, avant d'envisager plus précisément, dans un deuxième temps, les conséquences sur les coûts de transaction.

¹ « Bien acheter, bien vendre une collection », Le Monde des Philatélistes N° 483, mars 1994, pages 34-35.

1) Les mécanismes de la vente sur offres

Afin de mieux saisir, d'un point de vue opérationnel, le fonctionnement d'une vente sur offres, on peut se reporter aux « mécanismes et conditions de la vente sur offres » tels qu'ils sont définis dans le catalogue de la maison CERES par exemple :

- « Le lot est attribué à l'offre la plus élevée.
- Le prix d'attribution est établi en prenant comme base l'offre venant immédiatement après l'offre la plus élevée et en la majorant de 5%. Exemple : pour un même lot nous enregistrons trois offres : 500, 800, 1000 F. Le lot sera attribué à 800 F + 5%, soit 840 F à la personne ayant offert 1000 F. Au cas où la différence entre les deux offres les plus élevées est de moins de 5%, le prix est celui de l'offre la plus élevée.
- En cas d'offres égales, le lot sera attribué à ce prix à la première offre reçue.
- L'acquéreur ne paie aucun frais - sauf port, assurance,... - en plus du prix.
- (...)
- La liste des résultats est adressée dans les huit jours de la vente aux souscripteurs. Elle doit vous permettre de noter les lots que vous avez obtenus. Pour des raisons de discrétion nous n'envoyons pas de liste individuelle indiquant les lots obtenus par chacun.
- (...)
- Tout envoi comprendra un montant facturé forfaitaire de 25 F correspondant aux frais de port, assurance, emballage et expédition de la liste des résultats. »

Ces modalités, extraites du catalogue CERES, se retrouvent de manière identiques chez les autres vendeurs sur offres, à quelques détails près. J. ROBINEAU prévoit des pénalités en cas de non-paiement au comptant : « La vente est faite au comptant. Pour tous règlements différés, pour quelque cause que ce soit, une indemnisation de 1,5% pour le premier mois puis de 1% pour les mois suivants, sera facturée. » La maison DEMAREST prévoit que « En cas de deux offres identiques pour le même lot, celui-ci sera attribué au tirage au sort. »

On retrouve la même similitude entre les vendeurs dans la présentation des catalogues. Chaque page comporte six colonnes (ANNEXE XI) :

⇒ Une première colonne indiquant le numéro du lot, et permettant d'identifier le timbre lors de la rédaction de l'offre.

⇒ Une deuxième colonne indiquant si le timbre est à l'état neuf ou oblitéré. On distingue en fait cinq situations, symbolisées de la manière suivante :

** le timbre est neuf, gomme d'origine intacte sans trace de charnière.

* le timbre est neuf, la gomme est d'origine mais on peut observer une charnière ou une trace de charnière.

(*) le timbre est neuf sans gomme.

Obl le timbre est oblitéré mais seul (décollé de l'enveloppe d'origine), dans la pratique cela se traduit par une absence d'indication dans la deuxième colonne.

☒ le timbre est oblitéré et encore collé sur l'enveloppe d'origine (il peut éventuellement s'agir d'un fragment d'enveloppe).

Nous venons d'évoquer le problème des charnières sur les timbres neufs qui a divisé les philatélistes et déchaîné les passions au début des années 1970. Pendant toute la première moitié du vingtième siècle et jusqu'au années 1960, les collectionneurs conservaient leurs timbres dans des classeurs et maintenaient ces derniers sur des feuilles à l'aide de charnières. Or ces charnières, en vieillissant, souillaient le timbre et laissaient une marque indélébile sur le côté ainsi maintenu. Mais cette technique étant la seule connue et utilisée, l'existence de traces de charnières n'affectait pas la valeur du timbre.

Cependant, lorsque de nouveaux classeurs sont apparus, qui bloquaient les timbres à l'aide d'un film plastique sans qu'il soit besoin de les coller et donc sans altération, une distinction est apparue entre timbres avec ou sans charnières lors de certaines négociations. Une partie des philatélistes, les « anti-charniéristes », ont longtemps refusé d'appliquer une décote aux timbres marqués par une charnière et des déclarations très vives ont opposé les deux camps. Finalement la logique économique de la rareté a donné raison aux « charniéristes », et les timbres sans charnières, beaucoup plus difficiles à trouver, bénéficient fréquemment d'une majoration de 50 à 100% par rapport à leurs homologues avec charnières. Cette distinction est reconnue officiellement dans les catalogues de cotes, depuis 1980 chez Yvert & Tellier.

⇒ La troisième colonne indique le numéro du timbre (celui-ci n'a aucun rapport avec le numéro du lot). Les timbres émis en France depuis 1849 ont été numérotés dans l'ordre chronologique de leur émission, à l'exception des sept premiers timbres émis en 1849 et classés par valeur faciale. Il existe globalement une certaine normalisation

dans cette numérotation, mais l'on peut déceler certaines différences entre les deux principaux catalogues, c'est-à-dire Yvert & Tellier et CERES. C'est pourquoi les catalogues de vente sur offres précisent toujours à quelle numérotation il faut se référer. Dans son catalogue 1996, publié à l'automne 1995, le catalogue Yvert et Tellier est arrivé au numéro 2 965.

Cependant, pour les timbres classiques (émis entre 1849 et 1900) ainsi que pour certains semi-modernes (émis entre 1900 et 1939) le numéro seul ne suffit pas. Un même numéro existe généralement en différentes variétés. Ces variétés sont la conséquence des mauvaises techniques d'impression de l'époque, on peut citer à cet effet ce qu'écrit A. ARON¹ : « Du temps où les Etats imprimaient des timbres en fonction de l'usage postal, ils ne jugeaient pas nécessaire d'émettre chaque semaine de nouvelles figurines ; il était plus simple et plus économique, au fur et à mesure des besoins, de faire de nouveaux tirages sur les mêmes planches, celles qui avaient déjà servi à imprimer les timbres en cours... Le papier, les couleurs utilisés ont été nécessairement de nature, de qualité et de teintes variées. La planche est composée de clichés juxtaposés fabriqués individuellement ...Suivant qu'une figurine a été imprimée sur un cliché ou sur un autre, appartient au premier tirage ou à l'un des suivants, elle n'a pas la même apparence ; pour un même timbre-type le nombre d'exemplaires différents les uns des autres est pratiquement illimité. »

Pour remédier à cet inconvénient, les catalogues définissent des variétés sous forme d'indice, en lettres minuscules ou majuscules, qui complètent le numéro :

¹ ARON (Adrien) : « Les secrets de la philatélie », éditions CALMAIN-LEVY , 1959, p.19.

par exemple le numéro **1a** ou le numéro **257A**. Certains timbres existent dans de nombreuses variétés : par exemple, le numéro 39 est indicé jusqu'au 39m ; d'autres nécessitent un double indice : ainsi le 17Ah ; il s'agit alors de sous-variétés.

⇒ La quatrième colonne fournit un descriptif très complet du timbre. Certaines informations sont obligatoirement présentes : la valeur faciale, la couleur, et la qualification de l'état : beau (B), très beau (TB), Très très beau (TTB) et Superbe (Sup).

D'autres informations ne sont indiquées que le cas échéant :

- l'existence d'un défaut (timbre décentré ou avec une dent courte...), ou au contraire d'une caractéristique valorisante (coin daté, coin de feuille) ;
- la présence d'une signature d'expert et de son nom : par exemple signé Brun ou signé CALVES ;
- le détail de l'oblitération pour les oblitérés ;
- la possibilité de trouver le lot en photo noir et blanc ou couleur en annexe du catalogue.

⇒ Dans la cinquième colonne est indiquée la cote du lot telle qu'elle apparaît dans les catalogues Yvert & Tellier ou CERES selon les cas. Il peut arriver qu'aucune valeur ne soit indiquée dans cette colonne lorsque le lot est composé d'un ou plusieurs timbres, identiques ou non, ou qu'il possède des caractéristiques vraiment originales. En effet, les catalogues de cotes, en particulier le CERES, recensent un grand nombre de cas de figures mais ne peuvent pas envisager toutes les possibilités.

⇒ Dans la sixième colonne se trouve le prix minimal, aucune offre inférieure à ce prix minimal ne peut être retenue. Ce prix de départ est généralement compris entre le tiers et la moitié de la cote pour un timbre sans défaut, mais peut être inférieur à 10% de celle-ci en cas de défaut important.

Il faut également noter qu'une photographie (couleur ou noir et blanc) est fournie en annexe pour les plus beaux timbres (ANNEXE XII).

Ce tour d'horizon des mécanismes de la vente sur offres, ainsi que des catalogues, permet de mieux appréhender cette modalité originale de négociation¹. Cependant, il nous faut revenir à notre objectif initial qui est l'analyse de l'impact des coûts de transaction sur la liquidité du marché.

2) Les coûts de transaction lors d'une vente sur offres

Nous allons maintenant nous intéresser plus particulièrement aux frais supportés par le vendeur lors d'une vente sur offres. En effet, nous avons vu que l'acheteur ne supportait que des frais de transport et d'assurance à hauteur de 25 F. Qu'en est-il maintenant du particulier qui souhaite revendre sa collection ?

¹ Il faut noter qu'une étude comparative des différents modes de négociation (en particulier les ventes aux enchères et les appels d'offres, mais également la situation inverse : les ventes sur offres) a été réalisée par Florence NAEGELEN¹. Cette dernière a proposé une modélisation des processus décisionnels en fonction des différents mécanismes rencontrés. Cela ne concerne pas directement notre étude mais méritait d'être souligné.

NAEGELEN (Florence) : « Les procédures d'enchères - Etude descriptive et comparative », Université de Besançon, 1984.

NAEGELEN (Florence) : « Analyse théorique des mécanismes d'enchères », Université de Besançon, 1987.

Ce dernier va supporter deux catégories de coûts, un coût d'origine contractuelle, la commission du négociant-organisateur, et éventuellement un coût d'origine fiscale, une taxe sur le prix de vente (comme dans une vente aux enchères).

Il n'existe pas de règle précise quant au montant de la commission du négociant-organisateur, mais on peut citer à titre d'exemple le chiffre donné par trois des principaux organisateurs de ventes sur offres : CERES, DEMAREST et ROBINEAU. Tous les trois prélèvent une commission de 20% H.T. sur le montant de la vente, soumise au taux de TVA de 20,6%, soit 24,12% T.T.C. Il semble que l'on puisse trouver des taux de commission moins élevés chez certains négociants moins renommés, mais le risque, en contrepartie, est de ne pas toucher la même clientèle qu'avec une maison plus prestigieuse et donc de ne pas vendre ou de vendre moins cher. La réputation des principaux négociants octroie un degré de confiance supplémentaire qui a un coût dans un milieu où le risque relatif à l'authenticité ou plus simplement à l'état du timbre est important. Cette commission forfaitaire comprend l'expertise, qui servira de support au descriptif du timbre dans le catalogue, ainsi que les frais de catalogue et de publicité. Ce taux peut paraître élevé mais les négociants le justifient d'une part, par le travail énorme que représente l'organisation d'une vente sur offres, d'autre part, par le coût d'édition des catalogues (impression, photographies noir et blanc ou couleurs...) (ANNEXE XII).

Sur le plan fiscal, la règle est celle qui s'applique à tous les objets d'art et de collection revendus par des particuliers à des marchands de biens d'occasion, c'est-à-dire une taxe forfaitaire de 7% sur le prix de vente, mais uniquement pour les lots dont

la valeur unitaire dépasse 20 000 F. Depuis le 01 février 1996, cette taxe est majorée de 0,5% dans le cadre de la C.R.D.S. (Contribution au Remboursement de la Dette de la Sécurité Sociale), soit 7,5% au total. Les lots de moins de 20 000 F sont, quant à eux, exonérés de toute taxe puisque tous les biens, quelle que soit leur valeur, ne sont pas assujettis à la TVA.

Comme la vente aux enchères, la vente sur offres fixe les règles du jeu dès le départ en ce qui concerne les coûts de transaction, la seule inconnue restant la valeur proposée par l'enchérisseur. On serait tenté de croire que l'existence d'un prix minimal permet au vendeur de fixer un niveau d'exigence sur le prix à obtenir après déduction des frais. Mais cela se révèle inexact dans la mesure où la mise à prix est généralement égale au tiers de la valeur estimée. C'est le mécanisme de la vente aux enchères ou de la vente sur offres qui doit permettre d'atteindre l'estimation, ou de la dépasser. Un prix de départ trop élevé risquerait de dissuader de nombreux acheteurs qui n'acceptent de faire une offre que parce qu'ils sont persuadés qu'ils vont faire une bonne affaire, même si l'émulation de la vente aidant, les prix d'adjudication obtenus sont très souvent proches de l'estimation de départ. Afin de limiter les risques, certains vendeurs définissent un prix de réserve connu du seul commissaire-priseur, en dessous duquel le bien ne sera pas vendu. Ce système, décourageant pour les acheteurs et à l'origine d'une perte de temps pour les commissaires-priseurs, a néanmoins un coût, ces derniers pouvant réclamer au vendeur une indemnité sous forme d'un pourcentage (3 à 5%) de la dernière offre. Par ailleurs, la notion de prix de réserve n'existe pas lors d'une vente sur offres.

Heureusement, le plus fréquemment, les prix d'adjudication sont de nature à satisfaire le vendeur comme l'acheteur. Lors d'une vente aux enchères, ce phénomène découle de l'exaltation propre à une salle des ventes emmenée par un commissaire-priseur. Lors d'une vente sur offres, il n'existe pas de « confrontation physique des enchérisseurs », mais la peur de perdre la pièce unique convoitée est également présente. De plus, il faut rappeler que l'offreur qui emportera le lot ne payera pas le prix qu'il a proposé, mais le prix proposé par l'offreur venant immédiatement en dessous augmenté de 5%. Il est donc tentant de proposer un prix élevé en espérant que les autres offreurs n'en feront pas autant mais cela s'avère évidemment risqué et peut, au contraire, engendrer des tendances inflationnistes.

Les ventes organisées par des structures, ventes aux enchères et ventes sur offres, impliquent des coûts de transaction connus à l'avance mais néanmoins élevés, entre 25 et 30% de la valeur du bien. De plus, elles introduisent un degré élevé de risque, le lot pouvant au pire être adjugé au prix minimal soit environ le tiers de la valeur estimée, en échange d'un rendement qui peut également être très élevé, des lots partant régulièrement à une valeur très supérieure à la valeur estimée.

Un vendeur adverse au risque pourra préférer une vente de gré à gré, plus propice à la négociation. Le risque sera moins grand dans la mesure où il est possible de définir exactement le prix minimum souhaité, mais le rendement sera également moins élevé. En effet, l'acheteur, en général un négociant, connaît exactement le prix du bien et n'a pas besoin de surenchérir sur un concurrent pour acquérir le bien.

C) LA VENTE DE GRÉ À GRÉ.

Une vente de gré à gré peut mettre en présence un particulier et un négociant ou un particulier et un autre particulier. Dans ce dernier cas, l'absence d'intermédiaire et l'aspect confidentiel éliminent les coûts de transaction. Mais le manque de garantie sur l'authenticité et sur l'état du timbre augmente trop fortement les risques pour recommander cette méthode à la grande majorité des intervenants. Nous ne retiendrons donc que le cas où un particulier s'adresse à un négociant..

Lorsqu'un particulier souhaite acheter des timbres-poste de collection à un négociant, il peut, sans se déplacer au magasin, consulter des catalogues de « prix courants » édités par la plupart des négociants. Il s'agit de catalogues précisant le numéro du timbre, son état et le prix auquel il est vendu. Il est également possible d'acheter des « années complètes », c'est-à-dire l'ensemble des timbres émis pendant une année donnée, à partir des années 1920. Cependant, cette méthode ne concerne que des timbres courants, et le collectionneur avisé qui cherche un timbre précis doit se rendre sur place. Le prix d'achat résulte alors de la négociation avec le vendeur. Dans tous les cas, la cession d'un objet d'art et de collection, et donc d'un timbre, par un négociant à un particulier est exonérée de T.V.A.

Que se passe-t-il maintenant quand ce même particulier veut revendre un timbre à un négociant ? Par définition, ce dernier vit de la marge qu'il réalise entre les achats et les ventes qu'il effectue, cette marge étant soumise à T.V.A. Son chiffre

d'affaires peut également provenir des estimations, plus rarement des expertises, qu'il réalise lors des transactions. Tous ces éléments constituent un coût de transaction qui est assumé par le particulier lorsqu'il passe du rôle d'acheteur à celui de vendeur. Ce coût, propre à l'existence d'un intermédiaire, est difficile à évaluer, mais pénalise obligatoirement la liquidité sur ce type de marché. La question de la liquidité peut également se poser à un autre niveau lorsque l'on s'intéresse aux actifs non-financiers en général, et aux objets d'art et de collection en particulier. Le bien acquis en vue d'un placement est-il même revendable ? Cette question est tout à fait d'actualité lorsque l'on observe les difficultés rencontrées sur le marché de l'immobilier parisien ou de la peinture contemporaine depuis le début des années 90.

Afin de répondre à cette question pour les timbres-poste de collection, nous avons réalisé une étude empirique en janvier 1995 sur un échantillon représentatif de timbres pouvant correspondre à des valeurs de placement. A cet effet, nous avons obtenu d'un collectionneur le prêt de dix timbres de valeur, neufs ou oblitérés, et nous avons essayé, d'une part de les proposer à la vente auprès de quatre experts-négociants, d'autre part de les mettre en gage auprès du Crédit Municipal afin de connaître la somme qui nous serait prêtée.

Ces quatre négociants sont situés rue Drouot à Paris. Dans tous les cas, nous nous sommes présentés comme une personne cherchant à négocier des timbres de collection après un héritage. Les résultats obtenus sont tout à fait intéressants et semblent représentatifs même si certains problèmes techniques se sont posés. En effet, nous avons réalisé une première estimation à partir du catalogue de cotes Yvert &

Tellier, mais ce dernier donne des valeurs pour des timbres seuls en bon état. Or, peu de pièces correspondent exactement à ce descriptif. En effet, parmi les dix spécimens qui nous ont été prêtés, deux numéros se présentaient sous forme de paires, et aucun timbre de l'échantillon n'était en parfait état : deux étant très abîmés, les autres souffrant de traces de charnières, de mauvaise gomme, d'un mauvais centrage, *etc.* Lorsque ces dix timbres ont été proposés à la vente, les réactions des négociants ont été les suivantes :

- Le premier a proposé une valeur de rachat pour chaque timbre, soit 8 900 F pour le lot (proposition N°1 dans le tableau N°1). Il était prêt à les acheter dans l'instant. A titre de comparaison, la cote théorique à partir du catalogue Yvert & Tellier, pour des timbres seuls (on ne prend pas en compte le fait qu'il s'agisse d'une paire), et en bon état, ce qui n'est pas tout à fait le cas ici, était de 68.500 F.

Par ailleurs, cette cotation théorique a pu être affinée en utilisant le catalogue CERES. Celui-ci prend en compte l'existence d'une paire (plus rare et plus chère) ou à l'opposé la présence d'une charnière ou d'une mauvaise gomme (entraînant une perte de valeur). Mais l'on retrouve à l'intérieur de chaque catégorie la notion de timbre en bon état. Si l'on tient compte de la plus-value liée à la présence de deux paires dans l'échantillon, et de la moins-value liée aux traces de charnières sur certaines pièces, ou à l'absence de gomme, la nouvelle cote théorique pour le lot est de 83.050 F.

- Le deuxième a proposé une valeur de rachat globale, sans préciser les valeurs à l'unité, de 7.000 F. Il était aussi prêt à les acheter dans l'instant.

- Le troisième ne souhaitait pas donner d'estimation pour ce lot et n'était pas acheteur dans le cadre d'une transaction de gré à gré. En revanche, il organise de nombreuses ventes sur offres et était disposé à intégrer les timbres proposés dans une de ces ventes. Si cette solution nous convenait, il ferait une estimation dont il pouvait garantir qu'elle correspondrait au montant obtenu lors de la vente sur offres.
- Le quatrième a proposé une valeur de rachat pour chaque timbre, soit 10.000 F pour le lot (proposition N°2 dans le tableau N°1). Il était prêt à les acheter dans l'instant mais il organise aussi de nombreuses ventes sur offres, et était aussi disposé à les intégrer dans une prochaine vente. Si l'on choisissait cette dernière solution, il garantissait que le montant obtenu serait très proche de l'estimation réalisée.

Les différentes propositions sont synthétisées dans le tableau ci-après
(TABLEAU N°1) :

ETAT	N° Y&T	Cotes Y & T (1)	Cotes affinées (2)	Caractéristiques répertoriées	Caractéristiques non répertoriées	Estimation N°1	Estimation N°2°	Estimation N°3
NEUF	40B	1600	1000 (3)	neuf sans gomme	froissure	100	100 (6)	100
NEUF	182	3200	2000 (3)	avec charnière	gomme coulée	700	600	1000
NEUF	257A	4000	5000 (4)	la paire avec charnière	décentrée	1500	1500	2000
NEUF	262C	2500	1350 (3)	avec charnière	une dent abîmée	400	450	900
OBLITERE	1	3000	2650 (3)		aminci (très abîmé)	100	100 (6)	300
OBLITERE	6	7000	6250 (3)		aminci (très abîmé)	700	100 (6)	900
OBLITERE	18	28000	47500 (3)	la paire	filet coupé	2500	4750	6000
OBLITERE	33	8500	5000 (5)		le timbre a été plié	1000	600	3000
OBLITERE	49	2200	2100 (3)		marges abîmées	400	800	900
OBLITERE	155	8500	8000 (3)		oblitération trop récente,	1500	1000	3000
TOTAL		68 500	80 850			8900	10.000	18100

1) Il s'agit de la cote Y&T pour un timbre seul en bon état. Cette cote ne prend pas en compte l'existence d'une plus-value lorsqu'il s'agit d'une paire, ni l'existence d'une moins-value si le timbre a un défaut répertorié (trace de charnière, absence de gomme).

2) Ces cotes prennent en compte l'existence de caractéristiques valorisantes (paires) ou non (traces de charnières, absence de gomme).

3) Cotes extraites du catalogue CERES, prenant en compte les caractéristiques précitées.

4) Cette catégorie (paire avec charnière pour un 257A) n'est pas répertoriée dans un catalogue. Il s'agit ici d'une estimation de cote réalisée par un expert : ROBINEAU.

5) La cote extraite du catalogue CERES est de 7 850 F, mais l'existence du pli ramène la cote de départ à 5 000 F.

6) 100 F est une valeur forfaitaire pour les timbres très abîmés.

Avant d'aborder la suite de cette étude, il faut préciser certains éléments et tirer plusieurs conclusions.

Nous avons, pour l'instant, occulté le problème du coût lié à ces estimations. En principe, les quatre négociants interrogés demandent 3 % de la valeur du lot lors d'une estimation. Nous y avons « heureusement » échappé dans la mesure où nous nous sommes présentés comme un profane qui cherche à céder des timbres à la suite d'un héritage, et non pas comme un amateur, voire un spéculateur averti. De plus, il semblerait que ces frais soient essentiellement dissuasifs, afin d'éviter les estimations à répétition et sans objet réel, et surtout qu'ils soient réclamés lorsque la transaction est réellement conclue. Ils doivent donc être pris en compte dans un calcul de rendement.

Un autre point concerne les divergences entre les cotes théoriques (indiquées précédemment 68.500 F, et 83.050 F) et les estimations réalisées par les négociants, ainsi que les divergences entre ces derniers.

Il y a toujours eu un pourcentage dit « de remise » sur la cote donnée par les catalogues pour déterminer les prix de vente. Mais si les catalogues donnent des cotes très précises, ce pourcentage de remise n'est, lui, jamais indiqué explicitement. Ce pourcentage a varié dans le temps mais selon les négociants il fut, même dans les meilleurs moments, au minimum de 20%. Aujourd'hui dans un marché en crise, certains négociants annoncent une remise de 90%. Ainsi, un timbre en bon état ne serait racheté qu'à 10% de sa cote officielle. Lorsqu'il existe une telle distorsion entre la cote et le

prix effectivement observé sur le marché, on peut s'interroger sur l'intérêt d'établir un catalogue, ou sur la nécessité de baisser les cotes officielles.

Si l'on regarde les résultats de cette étude, on peut constater la chose suivante. En se basant sur la cote théorique la plus précise et la plus optimiste, le lot de timbres est évalué à 83.050 F. Or, on nous a proposé entre 7.000 F et 10.000 F pour ce lot. Cela semblerait corroborer les chiffres ci-dessus, d'environ 10 % de la cote. Toutefois, il ne faut pas oublier que cette cote de 83.050 F prend en compte l'existence de paires, de charnières, ou l'absence de gomme, mais considère qu'en dehors de cela les timbres sont en bon état. Or, comme nous l'avons précisé au départ ces timbres sont dans un état qui va de moyen à médiocre. L'annonce d'un taux de remise de 90% pour les timbres en bon état semble donc très pessimiste, puisque ce chiffre est obtenu pour des timbres en mauvais état. Elle paraît plutôt dictée par la position d'acheteur du négociant qui cherche ainsi à acquérir au meilleur prix en se réfugiant derrière une conjoncture très défavorable. Il faut rappeler que nous nous sommes présentés comme des héritiers, et non pas comme des amateurs éclairés, qui cherchent à vendre une collection ; ce qui nous place dans une position de faiblesse dans la négociation. Pour sa part, Alain MASSACRIER estime que pour les classiques en très bon état, le taux de remise est passé de 20% entre 1980-1985 à 50% entre 1990-1994. On peut donc supposer qu'un collectionneur averti, déjà connu des négociants, aurait pu vendre notre échantillon à 20 ou 25% de la cote.

Le décalage entre les 83.050 F annoncés pour le lot et les 7.000 à 10.000 F réellement offerts reste important, mais il ne faut pas oublier que le collectionneur qui

a acheté ces timbres, ne les a pas non plus achetés à 100% de la cote, loin de là. En effet, les défauts existaient déjà lors de l'achat (d'où un taux de remise élevé), mais ce collectionneur souhaitait absolument compléter sa collection, avec les limites que lui imposait son budget. Malheureusement, la personne qui a acheté ces timbres ne se souvient plus du prix auquel elle les a acquis.

Concernant les divergences d'estimation entre les négociants, il faut remarquer que les estimations basses (7.000 F et 8.900 F) ont été réalisées par les négociants qui les achetaient tout de suite, alors que l'estimation haute (10.000 F) a été réalisée par un négociant qui proposait aussi de les mettre en vente sur offres, et qui se situe donc comme vendeur autant que comme acheteur.

Toutes ces considérations ne doivent pas nous faire oublier l'objectif initial de cette étude, qui est l'évaluation de la liquidité du timbre de collection. En effet, si la méconnaissance des prix d'achat des timbres de l'échantillon ne permet pas de tirer des conclusions précises quant au rendement, le comportement des négociants nous donne des indications quant à la liquidité. Tous les négociants nous ont fait remarquer que l'état « très moyen » des timbres de l'échantillon était un élément négatif dans l'optique d'une transaction. Les clients éventuels seraient plus attirés par des timbres en bon état, plus rares, et plus facilement négociables en cas de besoin.

Néanmoins aucun de ces négociants n'a refusé de les acheter, même s'ils proposaient une valeur la plus faible possible. Malgré les remarques et les restrictions, tous étaient disposés à les acquérir ou au moins à les proposer en ventes sur offres. Ce

qui tendrait à démontrer le caractère liquide des timbres de collection, même si les prix ont tendance à chuter depuis 1990. Il ne faut pas oublier que dans le domaine de l'immobilier, et plus encore du marché de l'art et de la peinture moderne, beaucoup d'oeuvres achetées une « fortune » avant le krach de 1990-1991 sont maintenant **invendables**, même au 1/10 de leur prix d'acquisition.

La dernière partie de cette étude consistait à mettre en gage ces timbres auprès du Crédit Municipal afin d'obtenir un prêt. Ce test a été réalisé auprès du Crédit Municipal de ROUEN. Dans un premier temps, nous l'avons contacté en faisant part de notre intention de gager des timbres-poste de collection dont nous soupçonnions qu'ils possédassent une certaine valeur. Ce contact a eu lieu dans les mêmes conditions que précédemment, c'est-à-dire en se présentant comme un héritier. La première réponse, mitigée, laissait entendre que ce type de marchandises ne les intéressait pas beaucoup. Néanmoins, on nous expliquait qu'il fallait prendre contact avec un commissaire-priseur rouennais qui nous proposerait une estimation qui servirait de base au calcul de la somme qui nous serait prêtée. Après un premier contact infructueux avec un commissaire-priseur, nous fûmes envoyés chez un confrère qui se déclara incompétent pour estimer des timbres de collection, mais qui était prêt à se fier à une estimation qui serait réalisée par un expert rouennais (car il ne s'agissait que de 15.000 ou 20.000 F). Cet expert rouennais a accepté de nous recevoir et a donné une estimation sur papier à entête de son magasin pour chaque timbre, avec une indication précise des défauts, (c'était la première fois qu'un négociant ne se contentait pas d'une estimation orale) en vue du prêt sur gage. Il est important de voir que ce négociant s'engage par cette estimation, car c'est sur cette base que le calcul du prêt sera effectué. Par ailleurs, ce

négociant a déclaré que si nous souhaitions traiter directement avec lui, il n'était pas intéressé par un achat direct, mais qu'il organisait des ventes sur offres et qu'il pouvait en obtenir le prix correspondant à l'estimation. Et c'est là qu'apparaît une certaine discordance avec les précédents négociants, car cet expert rouennais estime le lot à 18.100 F, c'est-à-dire le double des experts parisiens, alors qu'il s'engage auprès du Crédit Municipal, ou auprès de nous si nous choisissons d'accepter une vente sur offres. On peut expliquer cet optimisme par sa position de vendeur puisqu'il n'est pas disposé à un achat direct mais seulement à mettre les timbres en vente sur offres, et par le fait que traditionnellement le Crédit Municipal ne prête que le quart ou le tiers de la somme estimée, ce qui limite les risques.

Souhaitant pousser l'investigation jusqu'au bout, nous avons recontacté le commissaire-priseur, munis de notre estimation, et celui-ci était disposé à signer un certificat autorisant le Crédit Municipal à nous prêter le jour même 5.000 ou 6.000 F pour le lot de timbres.

Ainsi, même si le timbre-poste de collection n'est pas la marchandise de prédilection des Crédits Municipaux, il semble que les probabilités de revente sont suffisantes pour obtenir un prêt sur gage en moins de 24 heures, à un tarif intéressant puisque les 6.000 F proposés sont proches de la proposition de rachat de 7.000 F par un expert parisien.

Cette étude empirique des transactions de gré à gré, réalisée auprès de différents négociants et du crédit Municipal, permet de tirer plusieurs conclusions. Le

choix de passer par un négociant pour acheter et vendre des timbres de collection semble engendrer des coûts élevés de transaction. L'investisseur doit donc attendre une très forte appréciation de son placement, en général quelques années, avant de pouvoir espérer une plus-value. Il s'agit d'un obstacle évident à la liquidité mais il faut préciser que ce type de placement est connu pour être valable sur le long terme, comme l'ensemble des objets d'art et de collection.

Toutefois, l'analyse de la rentabilité sur ce marché¹ fait apparaître des résultats tout à fait satisfaisants sur le long terme. Tout le problème résiderait donc dans l'obligation de conserver ces pièces de collection pendant un certain temps avant de pouvoir espérer une plus-value significative ou tout du moins le maintien de son capital face à l'érosion monétaire. Il faut noter que ce manque de liquidité n'est pas spécifique aux timbres-poste de collection ; on rencontre les mêmes contraintes lorsqu'il s'agit d'un investissement immobilier, les droits de mutation étant également très élevés, ou sur le second marché de la bourse de Paris, les entreprises cotées ne parvenant pas à intéresser de nouveaux investisseurs.

¹ Une analyse détaillée est présentée dans le prochain chapitre.

II) LES FACTEURS QUI INFLUENCENT POSITIVEMENT LA LIQUIDITÉ SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.

Les paragraphes précédents ont montré l'existence de coûts de transaction élevés, ce qui constitue un obstacle évident à la liquidité sur un marché. A l'inverse cependant, le timbre-poste de collection possède des atouts : d'une part sa valeur est universelle dans la mesure où il est négociable partout dans le monde ; d'autre part, il est très facile à transporter et éventuellement à dissimuler.

A) L'UNIVERSALITÉ DE LA VALEUR.

Un des principaux atouts des objets d'art et de collection sur les actifs financiers est l'universalité de la valeur. En effet, la très grande majorité des placements financiers cotés à la bourse de Paris n'ont aucune valeur au-delà des frontières de l'hexagone. Certes, il existe des placements négociables à l'échelle européenne ou éventuellement internationale ; mais cela reste l'exception, en particulier pour les patrimoines moyens néanmoins concernés par la gestion de patrimoine. A l'inverse, la plupart des objets d'art et de collection peuvent être revendus dans n'importe quel pays développé : Europe de l'ouest, Etats-Unis, Japon... Une commode Louis XV, une peinture de maître ou un timbre-poste de collection sont négociables sur un marché étranger sans perte substantielle de valeur, à l'exception des frais de transport, par ailleurs minimes pour un timbre.

Le marché de l'art doit se concevoir à l'échelle mondiale, à tel point qu'une certaine spécialisation existe actuellement selon les catégories de biens, comme le note D. BENHAMOU, R. SARFATI et V. WEILL dans leur ouvrage¹ : "Si Drouot a le monopole de la bibliophilie, les tableaux impressionnistes sont mieux vendus à New York, les meubles et les objets du XVIIIème siècle à Monaco, les bijoux à Genève, les tapisseries à Londres...".

Certes, les commissaires-priseurs français, qui ne sont pas implantés en dehors de l'hexagone, sont moins tentés de proposer à un particulier d'aller vendre son bien sur tel ou tel marché étranger. Cependant, les "auctionners" anglo-saxons CHRISTIE'S et SOTHEBY'S installés à Paris pourront le conseiller et lui indiquer sur quelle place il obtiendra le meilleur prix. Ainsi, bien que la plupart des particuliers possédant un patrimoine moyen n'envisagent pas de s'expatrier pour revendre un objet de collection, le recours aux maisons anglo-saxonnes qui se chargent de toutes les formalités permet de donner toute sa dimension aux opportunités qu'ouvre l'universalité de la valeur des objets d'art et de collection.

Tout ce qui vient d'être dit concerne également les timbres-poste de collection, mais il existe une limite qui concerne particulièrement ces derniers. Si d'une manière générale les objets d'art et de collection ont une valeur universelle, certains ont néanmoins une plus grande valeur dans leur pays d'origine. Sans pouvoir dire s'il s'agit vraiment de "patriotisme", certains peintres se vendent mieux dans leur pays natal et de la même façon le marché des timbres français reste assez hexagonal sauf, pour les plus

¹ BENHAMOU (Dina), SARFATI (Roman) et WEILL (Valérie), *op. cit.*, p.93.

belles pièces, que l'on retrouve lors de ventes aux enchères internationales. Que ce phénomène s'explique par l'importance des coûts de transaction ou par une certaine "frilosité" des particuliers peu habitués à ces marchés, on remarque généralement que seules les plus belles pièces des différentes catégories d'objets d'art et de collection se retrouvent fréquemment dans les catalogues de ventes aux enchères internationales.

Cette limite méritait d'être soulignée, mais elle ne remet pas en cause le caractère universel indiqué précédemment, en particulier lorsque l'on considère qu'une meilleure connaissance des opportunités, que représentent les placements en actifs non-financiers, ne pourrait qu'élargir ce marché.

Si le caractère universel de la valeur est propre à l'ensemble des objets d'art et de collection, dont le timbre-poste, ce dernier possède un atout supplémentaire lié en particulier à sa taille : la discrétion.

B) LA DISCRÉTION.

Cette caractéristique tient à la nature même du timbre-poste comme le souligne P. SALVA et J. CAÏTI dans leur ouvrage¹ : " Tout en restant un objet de collection, un sujet d'étude et de culture, ou un prétexte à l'évasion, le timbre-poste a rejoint de nos jours le groupe des valeurs-refuges. (...) Sa toute première qualité, c'est d'être la valeur-refuge la moins lourde et la moins encombrante qui soit. D'autre part, le timbre-poste est d'un maniement et d'un transport toujours aisé, quelques bonnes

¹ CAITI (Jean) et SALVA (Patrice) : « Le Timbre valeur d'art et de placement », éditions GUY LE PRAT, 1976, p.82.

pièces de collection glissées dans un portefeuille tiennent effectivement beaucoup moins de place que la liasse de billets de banque correspondant à la même valeur. Si le choix est fait de manière judicieuse, le timbre-poste représentera pour l'investisseur une marchandise très facilement négociable, et ce, dans n'importe quelle grande ville des pays suffisamment développés. N'oublions pas aussi un argument très important : la discrétion, disons même l'anonymat qui entoure généralement les transactions philatéliques."

Cet extrait d'un des seuls ouvrages consacrés à la dimension économique de la philatélie confirme ce qui a été dit précédemment sur l'universalité de la valeur du timbre-poste de collection, mais il met également l'accent sur un autre élément, la discrétion.

En effet, depuis la dématérialisation des titres en 1981, les transactions sur les marchés financiers, et donc les opérations de placements en actifs financiers, sont parfaitement suivies et contrôlées ; pour le grand bonheur des statisticiens, mais pas pour celui de la plupart des investisseurs. Dès lors, tout placement garantissant un minimum d'anonymat possède un avantage évident sur ses concurrents. Or, si les ventes aux enchères d'objets d'art et de collection sont également surveillées de près par l'administration fiscale, les ventes de gré à gré sont, elles, beaucoup plus difficiles à suivre ; c'est d'ailleurs pourquoi cette dernière catégorie représente 75% des transactions. Il ne s'agit pas d'une discrétion totale puisque, d'une part, les compagnies d'assurance, à défaut de fournir le montant des capitaux assurés, doivent néanmoins donner le nom, l'adresse et le numéro de police de leurs clients à l'administration fiscale

et, d'autre part, les inventaires réalisés lors des successions permettent de retrouver la trace de certains biens. Mais il existe au moins une possibilité de réaliser certaines opérations avec un minimum de discrétion.

Il ne s'agit évidemment pas de conseiller aux investisseurs de placer leur argent dans le timbre-poste de collection parce qu'il permet de frauder plus aisément le fisc, ou pour des raisons encore moins avouables, telle que la dissimulation des profits d'origines douteuses comme ce fut le cas pendant la deuxième guerre mondiale¹ ; ce phénomène étant de nouveau à l'ordre du jour avec certaines composantes du marché de l'art soupçonnées de servir au "blanchiment" de l'argent de la drogue. Mais l'objectif de cette étude étant d'évaluer la pertinence d'un placement en timbres-poste de collection dans le cadre d'une gestion de patrimoine globale, il est nécessaire de comparer les points forts et les points faibles de chaque catégorie de placement. Or il reste vrai que la confidentialité des transactions est un élément important pour des raisons parfois purement psychologiques, telles que le plaisir de ne pas pouvoir être contrôlé. A cet effet, il faut indiquer que le timbre-poste de collection possède un atout supplémentaire grâce à la vente sur offres. Cette modalité originale de vente, utilisée presque uniquement pour les timbres-poste de collection, bénéficie elle aussi d'un anonymat total dans la mesure où seul le négociant-organisateur connaît le nom des acheteurs et des vendeurs, et que cette liste de noms n'est pas divulguée. Il existe donc une solution intermédiaire entre la vente aux enchères, plus facilement contrôlable mais qui permet d'obtenir un meilleur prix en mettant les acheteurs en concurrence, et la vente de gré à gré, totalement anonyme, mais généralement moins intéressante en terme

¹ CAITI (jean) et SALVA (patrice), *op. cit.*, p.89.

de prix. La vente sur offres garantit l'anonymat tout en créant une certaine émulation favorable au vendeur qui obtiendra un meilleur prix.

L'anonymat sur les transactions est certainement une des composantes essentielles de la discrétion ; mais d'autres caractéristiques, purement techniques, peuvent également revêtir une certaine importance. En effet, même si cela peut paraître *a priori* anecdotique, la nature physique peut, ou non, favoriser le caractère confidentiel des transactions dont il est l'objet.

Ainsi, c'est le caractère immatériel des actifs financiers qui, loin de les rendre invisibles, les rend très faciles à suivre. Dans un autre registre, il est impossible de dissimuler un placement immobilier, un terrain ou un immeuble, ceux-ci étant, par nature, impossibles à déplacer. Les objets d'art et de collection constituent une catégorie très hétérogène dont l'encombrement est directement proportionnel au volume et au poids. S'il est très difficile de dissimuler une sculpture de "BOTERO" dans une voiture, il est au contraire très aisé de transporter des pierres précieuses ou des bijoux. Mais dans cette catégorie, le mieux placé est indéniablement le timbre-poste de collection. Avec "l'enveloppe de l'île Maurice"¹, on peut faire tenir 20 millions de francs dans un portefeuille ou, sans se cantonner à un exemple aussi extrême, on peut emmener un "1 franc vermillon"² dont il existe 1000 exemplaires connus, et se promener ainsi avec plusieurs centaines de milliers de francs dans la poche. Ce caractère peu encombrant a

¹ Voir *supra* p.246.

² Timbre français le plus rare et le plus cher, coté 100 000 à 400 000 francs selon l'état pour un exemplaire unique, et jusqu'à 2 250 000 francs pour un bloc de quatre.

un impact très positif sur la discrétion des placements et des transactions, et permet par ailleurs de réduire les frais liés au stockage et au transport.

III) CONCLUSION

Les paragraphes précédents avaient pour objectif d'analyser la liquidité sur le marché du timbre-poste de collection, dans le cadre d'une comparaison implicite avec d'autres formes de placement, en particulier les placements traditionnels en actifs financiers évoqués dans la première partie de cette étude¹. Une étude des modes de transaction a mis en évidence l'existence de coûts de transactions élevés, ce qui évidemment nuit à la liquidité. Il est difficile d'évaluer exactement le montant de ces frais, en particulier lors des ventes de gré à gré avec des négociants, mais on peut estimer à au moins 25% de la valeur du bien le montant de la commission lors d'une vente sur offres ou aux enchères. Il faut ensuite ajouter les taxes fiscales, mais cela est vrai pour tous les placements, et dans ce domaine, les placements en objets d'art et de collection dont le timbre-poste, ne sont pas les plus mal placés.

Il en découle, comme pour l'ensemble des actifs non-financiers, une liquidité plus faible que les placements traditionnels, exception faite de l'immobilier soumis lui aussi à des frais importants. Néanmoins, l'existence de facteurs comme l'universalité de la valeur et la discrétion, qui, à l'inverse influencent positivement les transactions sur ce type de bien, laissent à penser qu'il existe une liquidité suffisante pour conseiller un placement en timbres-poste de collection.

¹ Voir *supra*, le deuxième chapitre de la première partie.

Il s'agit maintenant de déterminer si le dernier critère, c'est-à-dire la transparence, est également respecté.

SECTION III : LA TRANSPARENCE SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE- POSTE DE COLLECTION.

Après avoir étudié l'atomicité et la liquidité sur le marché du timbre-poste de collection, il nous reste à envisager un dernier aspect, aussi essentiel : il s'agit de la disponibilité de l'information. Comme le rappelle R. COBBAUT¹ : « La première (condition pour qu'un marché soit transparent) est l'exigence que toute l'information pertinente soit disponible gratuitement pour tous les participants au marché ». Il est rare que cette règle soit parfaitement respectée mais l'existence d'informations privilégiées n'est pas un obstacle insurmontable, à condition que ce phénomène n'affecte qu'une faible partie des opérations. De même, le principe de la gratuité de l'information n'est presque jamais respecté, mais il ne s'agit pas d'une entrave réelle au fonctionnement du marché tant que les coûts d'accès à l'information ne constituent pas une barrière à l'entrée et ne modifient pas intrinsèquement la valeur d'un bien.

La disponibilité de l'information, qui caractérise un marché transparent, dépend des sources d'informations, de la qualité de celles-ci, et de leur coût d'accès. A cet égard, le timbre-poste de collection possède des similitudes avec les objets d'art et de collection, mais également des différences non négligeables.

Tous les amateurs d'objets d'art et de collection possèdent leurs magazines ou leurs ouvrages spécialisés, qu'il s'agisse de peintures, de livres anciens, d'estampes, de monnaies anciennes ou de timbres-poste. Ils peuvent également

¹ COBBAUT (Robert) : « Théorie financière », ECONOMICA , GESTION , 1987.

consulter les catalogues publiés lors des ventes sur offres ou aux enchères et analyser les résultats de ces dernières. Les philatélistes ont cependant un moyen d'information supplémentaire, qui joue un rôle essentiel depuis plus d'un siècle, le catalogue de cotes. Nous allons donc, dans un premier temps, passer en revue les différentes sources d'information relatives aux timbres-poste de collection ; puis dans un deuxième temps, analyser plus en détail cet outil original qu'est le catalogue de cotes.

I) LES SOURCES D'INFORMATION

On distingue : la presse spécialisée, les ouvrages, et les informations publiées lors des ventes aux enchères ou sur offres.

A) LA PRESSE SPÉCIALISÉE.

Plusieurs mensuels se partagent le marché chez les marchands de journaux : il s'agit du « Monde des Philatélistes », de « L'Echo de la Timbrologie » et de « Timbroscopie ».

- « Le Monde des philatélistes » fait partie de la grande famille des publications du quotidien « Le Monde ». Il est publié depuis 1951.
- « L'Echo de la Timbrologie » est édité depuis plus d'un siècle (1887 exactement) par la maison Yvert & Tellier, qui est également à l'origine du célèbre catalogue de cotes.
- « Timbroscopie » paraît depuis 1984.

On retrouve dans ces mensuels le même type de rubriques concernant la sortie de nouveaux timbres aux niveaux français et international, et des dossiers thématiques et historiques sur telle ou telle catégorie de timbres. Les marques postales, les cartes-postales et maintenant les télécartes ont également leur place. Cet aspect approfondissement et mise à jour des connaissances philatéliques est tout à fait important, mais sur le plan économique ces magazines véhiculent surtout deux types d'informations : d'une part, ils annoncent les principales ventes sur offres et ventes aux enchères ; d'autre part, ils contiennent de nombreux encarts publicitaires dans lesquels les négociants indiquent leurs prix de vente pour de très nombreux timbres, de plus ou moins grande valeur.

L'annonce des ventes aux enchères (assez rares comme nous l'avons indiqué précédemment) et des ventes sur offres permet de toucher un public averti mais également d'élargir le champ des demandeurs. Par ailleurs, grâce aux encarts publicitaires, les collectionneurs peuvent, sans se déplacer, comparer les prix des négociants. Cette dernière possibilité concerne essentiellement les timbres modernes, très standard, mais ne concerne pas les timbres de plus grande valeur. On envisage plus difficilement un philatéliste faisant l'acquisition d'un timbre de collection sans l'avoir examiné, d'autant que les indications sont très sommaires dans ces publicités. Néanmoins, les prix indiqués, même pour les timbres de collection, permettent de déceler des infléchissements du marché et servent éventuellement de signal pour l'ensemble des acteurs si la tendance devait affecter plusieurs négociants et se prolonger dans la durée.

A côté de ces revues spécialisées, il existe une multitude de périodiques¹, disponibles sur abonnement uniquement, édités par des associations de philatélistes très spécialisés sur un thème, mais qui n'abordent pas la dimension économique du timbre-poste.

B) LES OUVRAGES.

Il existe un très grand nombre d'ouvrages² consacrés à l'histoire de la philatélie en général, ou plus fréquemment à tel ou tel type de timbre : les classiques, les ballons montés, les faux... De nombreux ouvrages sont encore plus spécialisés : « Les grilles avec types de cachets (1849-1852) » de J. POTHION³, par exemple. Ces ouvrages sont les fondements d'une solide culture philatélique mais n'abordent jamais la dimension économique du marché du timbre-poste, à quelques exceptions près. Parmi ces dernières, il faut essentiellement indiquer l'ouvrage de Jean CAÏTI et Patrice SALVA, ainsi que celui d'Alain MASSACRIER, cités à plusieurs reprises dans cette étude⁴.

¹ MYRIADE le CD ROM des périodiques en recense plus de 80 (existants ou ayant existé) en 1995, en particulier des bulletin de sociétés ou d'amicales philatéliques.

² le CD ROM « BNF » en recense 429 en 1996.

³ cité dans le catalogue de la 153e ventes sur offre de J. ROBINEAU (décembre 1993).

⁴ CAITI (Jean) et SALVA (Patrice), *op. cit.*

MASSACRIER (Alain) et REYNAUD (Jacques) : « Le guide du philatéliste », éditions REYNAUD, 1980.

C) LES INFORMATIONS FOURNIES PAR LES VENTES SUR OFFRES ET LES VENTES AUX ENCHÈRES.

Lors de la description des ventes sur offres, nous avons eu l'occasion de préciser le contenu des catalogues¹ publiés préalablement à chaque vente sur offres. Les catalogues de ventes aux enchères sont d'ailleurs construits sur le même modèle. Ces catalogues fournissent des informations indispensables aux acheteurs mais ils se situent en amont, si l'on se place du point de vue de l'analyse du marché. L'autre catégorie d'information indispensable, se trouve, elle, en aval : il s'agit du résultat des ventes. A ce niveau, on peut remarquer certaines différences quant aux possibilités d'accès à l'information, comme nous allons le voir.

Afin de connaître les résultats d'une vente aux enchères, il y a deux possibilités. La première est d'assister à cette vente, ce qui n'est pas toujours possible à cause de l'éloignement géographique des collectionneurs qui habitent en province (la grande majorité des ventes ayant lieu à Paris), et par manque de temps pour les collectionneurs qui ont une activité professionnelle indépendante du marché de l'art. La deuxième possibilité est de consulter un magazine spécialisé qui publie les résultats quelque temps après la vente. Il s'agit en premier lieu de "La gazette de l'Hôtel Drouot", qui est éditée par l'Hôtel Drouot. Cet hebdomadaire annonce les ventes publiques et indique les résultats, mais il existe certaines limites à son utilisation. D'une part, les publications ne sont pas exhaustives et les résultats de certaines ventes ne sont jamais publiés, en particulier pour les timbres-poste ; d'autre part, les prix d'adjudication sont

¹ Voir *infra* p.248

donnés en fonction du numéro du lot , ce qui implique de s'être procuré le catalogue de départ.

Par ailleurs, si pour d'autres biens comme les peintures ou les sculptures, des magazines spécialisés (Connaissance des arts, Art Press...) analysent régulièrement les résultats des ventes aux enchères - ce qui permet de compléter l'information fournie par "la gazette de l'Hôtel Drouot" - ce n'est pas le cas des revues spécialisées consacrées aux timbres-poste qui ne fournissent que très rarement ce type de renseignements.

C'est en essayant de constituer une base de données à partir des résultats obtenus lors des ventes aux enchères que ces problèmes d'accès à l'information ont été révélés. Au moment où nous avons décidé de réaliser ce travail, nous ne possédions pas les catalogues édités préalablement aux ventes aux enchères, et nous n'avions jamais assisté à l'une de ces ventes. La seule solution, pour avoir ces informations, était de contacter la bibliothèque des commissaires-priseurs, située près de l'Hôtel des ventes de Drouot. Ayant obtenu le droit de consulter la bibliothèque, nous avons eu accès aux catalogues de vente archivés. Cependant, l'exploitation de ces informations en vue de constituer la base de données se heurtait encore à plusieurs problèmes. Tout d'abord, et nous avons déjà évoqué ce phénomène, les timbres vendus aux enchères le sont rarement à l'unité, mais plutôt sous forme de lots constitués de plusieurs pièces, voire en albums complets. Ensuite, quand le catalogue contient le descriptif du ou des timbres ainsi que le prix de départ, il ne contient pas toujours le prix réel d'adjudication, sauf si le commissaire-priseur l'a indiqué manuellement en marge, ce qui n'est pas toujours le cas. En cas d'absence de ce prix, il ne reste qu'à vérifier dans les numéros de la "gazette

de l'Hôtel Drouot" si les résultats de la vente ont été publiés dans les semaines qui ont suivi, ce qui est également aléatoire.

Face à toutes ces difficultés pour accéder aux informations sur les prix, la piste de la base de données à partir des ventes aux enchères a été abandonnée au profit des ventes sur offres.

Au-delà des problèmes méthodologiques que cette démarche empirique met en évidence, celle-ci révèle également les difficultés d'accès à l'information que va rencontrer un non professionnel qui veut suivre l'évolution du marché à partir des résultats en salle des ventes. Ce dernier aura peut-être alors intérêt à se tourner vers les ventes sur offres pour plusieurs raisons.

La vente sur offres possède un avantage important en terme d'accès à l'information, et plus précisément de consultation des résultats des ventes. Les négociants-organisateur envoient le catalogue de la vente aux acheteurs potentiels qui doivent, en retour, transmettre leurs offres avant une date limite. Après dépouillement des offres, les lots sont attribués dans les conditions décrites précédemment¹, et les offreurs reçoivent tous l'ensemble des résultats. On ne les avertit pas nominativement, mais c'est à eux de vérifier si leur offre a été retenue. Ce système permet de connaître les résultats des transactions auxquelles l'acheteur a participé, mais également ceux des autres, à titre d'information. L'inconvénient, en revanche, réside dans le fait qu'il n'existe pas de bibliothèque où seraient centralisés les catalogues de ventes sur offres et les

¹ Voir *infra* p.248

résultats de ces ventes pour l'ensemble des négociants. Il faut donc contacter un collectionneur qui participe à ces ventes sur offres ou directement un négociant pour avoir ces informations. Mais celles-ci existent et donnent des prix de vente à l'unité, la plupart des lots de valeur n'étant constitués que d'un seul timbre, contrairement aux ventes aux enchères. A défaut d'assurer une transparence parfaite, ce système donne des renseignements précis et nous a permis de constituer la base de donnée évoquée auparavant. Nous avons en effet contacté la maison CERES qui, outre une activité de négoce, organise des ventes sur offres tous les semestres. Nous avons eu à notre disposition les catalogues des ventes sur offres ainsi que les résultats de ces ventes sur la période 1987-1994, sachant que la périodicité est la suivante : deux ventes en mai ou juin, et deux ventes en novembre ou décembre, soit quatre ventes par an groupées deux par deux.

D'une manière générale, la vente sur offres facilite l'accès à l'information et nous a permis de constituer notre base de données pour deux raisons : d'une part, la publication systématique de tous les résultats des transactions et l'envoi de ceux-ci aux offreurs, ce qui n'est pas le cas lors d'une vente aux enchères ; d'autre part - mais cela est spécifique aux timbres-poste de collection - les lots proposés lors d'une vente sur offres ne sont généralement constitués que d'un seul timbre de valeur, ce qui est indispensable pour suivre l'évolution des prix timbre par timbre.

Si l'étude des magazines et des ouvrages spécialisés, ainsi que des résultats des différentes formes de ventes est essentielle pour les intervenants sur le

marché du timbre-poste de collection, il existe également un outil spécifique à ce type de bien, il s'agit du catalogue de cotes.

II) LES CATALOGUES DE COTES.

Le contenu des catalogues de cotes de timbres-poste ne diffère pas foncièrement de celui des catalogues d'autres objets d'art et de collection. Cependant, les conditions dans lesquelles ils sont apparus et se sont développés leur confèrent un rôle informatif original et privilégié, même s'ils ne sont pas à l'abri de critiques. Ces dernières concernent essentiellement l'existence d'une distorsion parfois importante entre les cotes et les prix de vente observés sur le marché, et sont exacerbées lorsqu'une « affaire » est découverte.

A) LE CONTENU DES CATALOGUES

Le catalogue de cotes n'est pas une exclusivité des timbres-poste ; actuellement de nombreux objets d'art et de collection (livres anciens, monnaies anciennes, tableaux...) en possèdent également un. D'une manière générale, ce type d'ouvrage répond à une double fonction : d'une part, recenser les biens collectionnés, et, d'autre part, permettre leur évaluation. L'exhaustivité étant une des motivations principales du collectionneur, l'aspect recensement n'est pas du tout négligeable. Le catalogue va donc répertorier tous les objets connus, appartenant à tel ou tel type de collection, en les distinguant les uns des autres en fonction de critères de classification plus ou moins standard.

Dans le cas du timbre-poste de collection, la règle, acceptée par tous, est de les classer par ordre chronologique depuis 1849, date d'émission du premier timbre français, à l'exception des sept premiers timbres émis en 1849 et classés selon leur valeur faciale. Partant de ce principe, tous les timbres émis en France depuis un siècle et demi se sont vu attribuer un numéro d'ordre ; le dernier timbre indexé dans le catalogue Y&T 1996, paru en octobre 1995, est le numéro 2965.

Ensuite, le catalogue va donner un descriptif du timbre, plus ou moins précis, selon son âge. On distingue trois catégories, selon la date d'émission. Il s'agit des timbres classiques, émis entre 1849 et 1900, des timbres semi-modernes émis entre 1900 et 1944 et des timbres modernes émis de 1945 à nos jours. Pour cette dernière catégorie, le descriptif se limite à la valeur faciale et à la couleur. Pour les semi-modernes et les classiques, d'autres informations sont généralement nécessaires. En effet, les techniques d'impression utilisées jusqu'au début du vingtième siècle laissaient parfois à désirer et les planches d'un même timbre pouvaient se révéler fort différentes d'une impression sur l'autre, ou tout du moins entre les premiers et les derniers tirages. Les défauts (différentes nuances de couleurs, modification du motif représenté...) ont donné naissance à des types dont les collectionneurs sont très friands. Afin de prendre en compte l'existence de ces sous-catégories d'un même timbre, ces derniers sont indicés. C'est-à-dire que l'on ajoute un indice sous forme d'une lettre au numéro concerné, par exemple 262A, 262B, 262C¹.

¹ Ce phénomène a déjà été évoqué lors de la description des catalogues de vente sur offres, page 248

Pour les timbres classiques, émis en plus petit nombre et plus fréquemment détruits au cours du temps, les catalogues recensent aussi certaines pièces rares. Si par exemple il est extrêmement facile de trouver des planches entières de timbres modernes, il n'existe parfois que quelques exemplaires connus des premiers timbres émis en bloc de quatre, ou en bande de trois. Il ne s'agit pas d'une liste exhaustive, certaines pièces n'ayant peut-être jamais été montrées en public par leur propriétaire ; mais l'objectif est d'établir une liste la plus complète possible de celles connues.

Au-delà du recensement, le catalogue de cotes va aussi permettre d'évaluer les timbres en fonction des critères précédemment définis. Les deux principaux catalogues sur le marché, le catalogue Yvert & Tellier et le catalogue CERES fonctionnent de la manière suivante :

- Pour les timbres à l'unité ou non (bloc, bandes...) émis de 1849 à 1900, les catalogues proposent une valeur à l'état **neuf**, une valeur à l'état **oblitéré** et une valeur à l'état **oblitéré encore collé sur enveloppe**. Pour sa part, le catalogue CERES distingue également les timbres neufs selon qu'ils possèdent ou non leur gomme d'origine.
- Pour les timbres émis de 1900 à 1960, les catalogues proposent une valeur à l'état **neuf sans charnière**, une valeur à l'état **neuf avec charnière** et une valeur **oblitérée**. La charnière est un défaut lié à la manière dont les timbres furent conservés dans les albums jusqu'aux années soixante¹.
- Pour les timbres émis après 1960, le catalogue propose une valeur à l'état **neuf sans charnière** et une valeur à l'état **oblitéré**. En effet, ces timbres sont tellement

¹ cf. *supra* p.251.

communs que l'existence d'un défaut, en particulier une trace de charnière, leur ôte toute valeur.

D'autres caractéristiques peuvent également modifier la valeur d'un timbre, mais elles ne sont pas indiquées systématiquement dans la mesure où elles ne concernent que certains timbres ; il s'agit, par exemple, du centrage pour les timbres semi-modernes.

Par ailleurs, pour les timbres modernes, il existe également une cote pour les séries non dentelées. En effet, tous les timbres modernes à usage d'affranchissement sont dentelés afin de pouvoir être séparés facilement. Mais certaines séries, nettement plus onéreuses, sont émises non dentelées avec un tirage limité, à destination des collectionneurs.

Enfin, ces catalogues donnent également une cote à diverses variétés philatéliques : les coins datés, les carnets, les ballons montés, les timbres pour la poste aérienne, ... mais cela sort du cadre de notre étude.

Comme nous l'avons déjà indiqué, ce type de catalogue existe aussi pour les peintures, les sculptures ou les livres anciens. Mais les catalogues de cotes des timbres-poste possèdent des caractéristiques originales en raison de leur histoire et de leur rôle sur le marché.

B) HISTORIQUE DES CATALOGUES

Tout d'abord, les catalogues de cotes consacrés aux peintures, sculptures... sont généralement très récents (une vingtaine d'année), même s'ils se sont développés très rapidement , en particulier pendant la période euphorique des années quatre-vingts, en utilisant les nouveaux moyens de communication comme le Minitel. Tandis que les catalogues de cotes de timbres-poste existent depuis plus d'un siècle, le premier étant édité par un certain M. POTIQUET en 1861¹. Plus qu'un problème d'antériorité, cette date met en évidence la quasi-simultanéité entre la première édition d'un catalogue de cotes et l'émission du premier timbre français le 1^{er} janvier 1849. On peut être surpris par le fait que les timbres-poste soient si rapidement devenus l'objet d'une collection, mais d'autres événements le confirment. Dans leur ouvrage CAÏTI et SALVA écrivent² : "Les premiers collectionneurs ont suivi de peu la création du timbre puisqu'on cite généralement, dès 1851, un Lillois du nom de VETZEL et un ciseleur Parisien, Auguste MANCIN. (...) La première bourse aux timbres(...) naît en 1860 dans les jardins des tuileries (...) POTIQUET édite en juin 1861 le premier catalogue de timbres, il est imité le 21 décembre de la même année par LALANDE. En 1864, Arthur MAURY, le grand-père de la philatélie, fait de même et publie le premier journal : "Le collectionneur de timbres-poste". (...) En 1852 à Bruxelles, c'est Van Der MEULEN qui organise déjà la première exposition philatélique. Enfin demeurons en Belgique pour évoquer MOENS qui semble avoir été le premier négociant en 1852. (...) En 1864 a lieu à l'Hôtel des ventes de Paris la première dispersion aux enchères d'une collection". Tout

¹ CAITI (Jean) et SALVA (Patrice) : « Le Timbre valeur d'art et de placement », éditions GUY LE PRAT, 1976, p.34.

² *op. cit.*, p.34.

va très vite et certaines collections de timbres-poste d'occasions sont évaluées à plusieurs centaines de milliers de francs dès le début du vingtième siècle.

L'élément le plus intéressant reste l'apparition très rapide des catalogues de cotation. Si à l'origine ces catalogues servaient plutôt à recenser l'ensemble des timbres-poste existants de par le monde, très rapidement, les simples descriptions se sont accompagnées d'une valeur indicative d'échange sous forme d'une cote. Et ces cotes sont devenues la base de départ de toute négociation, même si des pourcentages de minoration ou de majoration étaient appliqués en fonction de l'état du timbre, de la conjoncture, ou du rapport de force entre les acteurs. La plupart de ces catalogues ont connu une certaine longévité : MAURY, THIAUDE...et l'un d'entre-eux vient de fêter son centenaire en 1996, le catalogue Yvert & Tellier, qui continue à dominer le marché devant son concurrent, plus récent, le catalogue de la maison CERES.

Le rôle informatif de ces catalogues est donc essentiel puisqu'il fournit une référence commune à tous les acteurs, tant pour l'identification du timbre que pour son évaluation. Il existe bien quelques différences entre les deux principaux catalogues, Yvert & Tellier et CERES, soit au niveau de la numérotation (mais cela concerne un tout petit nombre de sous-variétés très connues), soit au niveau de l'évaluation, mais dans des proportions tellement faibles que cela ne peut pas perturber significativement le signal que représente la cote.

Certes, les catalogues sont reconnus et utilisés par tous les philatélistes, mais cela ne les met pas à l'abri de critiques. Le principal reproche concerne le décalage

parfois important qui existe entre les cotes et les prix de vente, certains philatélistes allant jusqu'à s'interroger sur l'intérêt de publier des cotes quand les transactions ont lieu avec un abattement de 75% par rapport à celles-ci ; d'autres s'inquiètent du rôle indirectement joué par les catalogues lors d'un récent scandale.

C) COTES ET PRIX DE VENTE

Il est souvent reproché aux cotes de ne pas correspondre aux prix de vente observés sur le marché. Le fait qu'il existe un décalage, parfois important, entre ces deux valeurs est incontestable, mais le problème réside en fait dans la définition du rôle d'une cote.

Les philatélistes savent bien qu'il est difficile de vendre un timbre à sa cote, en particulier en période de crise. Mais cela signifie qu'on l'achète également en dessous de sa cote. Le problème concerne donc plus le taux de remise par rapport à la cote que la cote elle-même. Cette dernière a en fait un rôle d'indicateur de l'évolution de la valeur d'un timbre sur la durée, cette valeur pouvant être influencée par de nombreux autres facteurs lors d'une transaction. Quand on reproche à Jean VARGA, qui détermine les cotes pour le catalogue Yvert & Tellier, l'existence d'un décalage entre les cotes et les prix de vente, celui-ci répond¹ : « ... Un billet d'avion pour Londres peut coûter de 600 à 2 800 F sur une même compagnie, avec les mêmes prestations, selon la période, les dates d'aller et retour, le mode de réservation... Quand on achète une voiture neuve, il est toujours possible de discuter le prix, de se faire offrir des options... Un même

¹ Propos recueillis par Claude JAMET dans un article « Entre philosophie et réalités commerciales : l'art d'établir les cotes », L'Echo de la timbrologie, septembre 1995, p.15.

produit peut être vendu 10 F dans un hypermarché, 12 F dans un supermarché de quartier, 15 F à l'épicerie du coin et 20 F dans une épicerie ouverte tard le soir. Le monde actuel est ainsi. Et bien, le timbre n'est pas différent sur ce plan. »

La cote n'est donc pas un prix garanti, et il ne serait d'ailleurs pas logique que le timbre-poste de collection bénéficie (ou soit victime) d'un prix « administré », alors qu'il est soumis à la loi de l'offre et de la demande. Cela étant, on peut tout de même s'interroger sur le choix des catalogues de cotes français de ne pas baisser les cotes alors que les prix semblent connaître un infléchissement depuis le début des années 90, si ces catalogues veulent effectivement avoir un rôle d'indicateur de tendance.

C'est en cherchant à répondre à cette question que l'on met en lumière une nouvelle facette, ou plus précisément une nouvelle fonction des catalogues, il s'agit de la régulation du marché. Dans un premier temps, notre attention fut retenue par une déclaration d'un négociant rouennais que nous avons interrogé. Ce dernier déclarait que le timbre-poste connaît, comme tous les actifs non-financiers, une crise depuis 1990. Depuis cette époque, le taux de remise entre la cote et les prix a fortement augmenté pour de nombreux timbres. Deux options s'offraient donc aux experts chargés d'établir les catalogues : ou bien diminuer les cotes afin de stabiliser le taux de remise, ou bien bloquer les cotes sans les augmenter ni les diminuer. La France a choisi la deuxième solution et, en effet, les cotes Y&T pour les timbres français sont restées stables. Cela n'a pas empêché la crise d'être présente et certains négociants, souvent des gens récemment installés, de disparaître, mais l'on ne peut pas vraiment parler de marasme.

Au contraire, toujours selon ce négociant, la Belgique et la Suisse ont décidé de baisser les cotes afin de mieux « refléter » la réalité du marché, dès lors, la réaction des collectionneurs a été extrêmement vive, on peut parler de « krach », car ces derniers (qu'ils s'agissent de collectionneurs locaux ou d'étrangers achetant des timbres belges ou suisses) ont vendu massivement leurs timbres entraînant un écroulement du marché.

Ce phénomène est d'ailleurs confirmé par Jean VARGA¹ à qui l'on demande si les cotes doivent être revues à la baisse : « On a vu l'exemple américain... (Il y a quelques années, le catalogue SCOTT, l'équivalent outre Atlantique du catalogue français Yvert & Tellier, a procédé à une baisse générale qui a déstabilisé le marché, entraîné un boycott des professionnels et suscité un immense mécontentement chez les collectionneurs, NDLR). les collectionneurs aiment ce rabais. (...) Celui-ci a toujours existé, surtout en période de difficultés économiques. En période de prospérité, il n'est pas rare de voir les timbres vendus sans rabais, voire au-dessus de la cote. De la même façon, le catalogue ne doit pas se laisser gagner par l'euphorie du moment mais anticiper les revirements de tendance. »

Cette opinion confirme la place essentielle tenue par le catalogue de cote au sein du marché philatélique. Premièrement en terme de régulation, l'augmentation des cotes doit être progressive sans se laisser influencer par des mouvements ponctuels. A l'opposé, la non-baisse des cotes rassure les collectionneurs tout en sous-entendant que le moment n'est pas favorable à la vente. Il faut remarquer que ce principe est

¹ Propos recueillis par Claude JAMET, *Op. cit.*, p.14.

également appliqué sur le marché de la peinture, par exemple¹, où il est de règle de ne jamais baisser le prix des tableaux d'un artiste sauf en dernière extrémité, afin d'éviter une anticipation à la baisse. Deuxièmement en terme de tendance ; à défaut de donner une valeur exacte de revente, la cote dessine l'évolution de la valeur d'un timbre sur une période éventuellement très longue, les cotes Yvert & Tellier étant disponibles sur pratiquement un siècle.

Instrument de régulation et vecteur de tendance, le catalogue a un rôle informatif essentiel et reconnu sur le marché du timbre-poste de collection. Pour s'en convaincre définitivement, on peut également se référer aux habitudes de négociation sur ce marché. Aucune transaction, de gré à gré, aux enchères, ou dans le cadre d'une vente sur offres n'a lieu sans que les intéressés « brandissent » un catalogue de cotes, même si évidemment chaque acteur, selon son intérêt, trouvera le timbre sous-coté ou au contraire sur-coté.

Alors que les éléments que nous venons de voir semblaient pencher en faveur d'une certaine transparence sur le marché des timbres-poste de collection, en particulier grâce aux catalogues de cotes, un événement survenu au mois de mai 1996 a permis à de certains journalistes (non-spécialistes de la philatélie) d'affirmer au contraire que les cotes pouvaient servir de point de départ à une « escroquerie présumée ». On pourrait, en effet, supposer que le scandale des « blocs monégasques » contredit les affirmations précédentes mais une analyse plus précise démontre que ce n'est pas le cas.

¹ Phénomène décrit par Maurice RHEIMS dans « Apollon à Wall Street », SEUIL, 1992.

D) LE SCANDALE DES « BLOCS MONÉGASQUES ».

Les circonstances de cette affaire sont rappelées par H. GATTEGNO¹ dans son article. Il indique que : « « blocs feuillets », également dénommés « hommages philatéliques » par les spécialistes, sont en principe destinés à être offerts à des personnalités. Ils n'ont aucune valeur d'affranchissement et sont imprimés en petites quantités. » Il faut préciser que ces timbres ne sont pas censés se retrouver sur le marché philatélique, mais leur valeur n'étant pas négligeable et leurs propriétaires n'étant pas toujours intéressés par une collection de timbres ; on les retrouve donc fréquemment chez les négociants. Néanmoins, il s'agit d'un marché très limité et peu prisé par les vrais collectionneurs.

Dans le cas présent, ces « blocs-feuillets », émis par les postes françaises à la demande de la principauté de Monaco, étaient anormalement vendus à un seul négociant qui les revendait à une société de gestion de patrimoine qui les plaçait auprès de ses clients. En terme de prix, le journaliste du Monde donne des chiffres très éloquentes : « Ainsi, alors que Monaco paye 3,63 francs à la Poste française par bloc-feuille imprimé, la Principauté (...) revend (au négociant parisien) chaque bloc entre 150 et 200 francs. Les courtiers (de la société de gestion de patrimoine), eux, les revendent à leurs clients pour 1 000 à 2 000 francs, parfois davantage. Les brochures (...) font, il est vrai, miroiter de mirifiques plus-values, pouvant atteindre 800% en cinq ans... »

¹ GATTEGNO (Hervé) : "Une escroquerie dans les milieux philatéliques aurait fait plusieurs centaines de victimes", Le Monde, le 10 mai 1996, p.9.

L'argument de la société de placement était la référence aux cotes de cette catégorie de timbres, ces dernières ayant « flambé » ces dernières années. C'est à ce niveau qu'apparaît, selon le juge d'instruction, le rôle des éditeurs de catalogues de cotes. En effet, dans son article, H. GATTEGNO cite la déclaration d'un éditeur, dans laquelle ce dernier reconnaît avoir fixé, depuis 1994, les cotes des blocs-feuillets monégasques à partir des indications du négociant impliqué dans l'affaire, ce qui a entraîné un décalage croissant avec la réalité du marché. Une des clés de cette affaire résidait donc dans la capacité du négociant à influencer les éditeurs du catalogue de cotes. Il est vrai que ce négociant était réputé sur la place parisienne et surtout que l'éditeur prend théoriquement peu de risque puisque les pourcentages de « remises par rapport à la cote » permettent généralement d'éviter les « dérapages ». Nous avons déjà évoqué ces taux de remise, quasi-institutionnels, qui laissent une marge de manoeuvre importante lors des négociations tout en conservant les cotes comme référence commune aux différents acteurs du marché. Pendant l'enquête judiciaire, les négociants interrogés reconnaissent que les cotes des « blocs-feuillets » monégasques leur paraissent nettement surévaluées et qu'ils ne les achetaient qu'à 15% de la cote. Mais ce phénomène est fréquent et il s'explique par le principe de base expliqué précédemment, qui est de ne jamais diminuer une cote, même si les prix ont tendance à baisser ; l'objectif étant d'éviter une spirale vers le bas.

Cependant, le mécanisme ne pouvait pas seulement reposer sur l'existence de cotes trop élevées dans le catalogue. L'élément principal a résidé dans la capacité de la société de gestion de patrimoine à sélectionner des clients qui n'était pas

des philatélistes. En effet, un collectionneur, même si ce n'est qu'un amateur, sait que les cotes ne sont que des indicateurs de prix, et qu'il faut consulter les négociants ainsi que les catalogues de ventes sur offres avant d'acheter une pièce philatélique proposée 1000 à 2000 francs. Mais les investisseurs contactés par la société de gestion de patrimoine n'étaient pas des collectionneurs de timbres, et d'ailleurs la supercherie n'a été découverte qu'au moment où les investisseurs ont voulu revendre leurs collections. Le journaliste du Monde indique¹, par exemple, que : « L'un d'eux en avait acheté pour plus de 900 000 francs en 1989. Après son décès, une expertise attribuera à sa « collection » une valeur de 290 000 francs quand la société de gestion de patrimoine évoquait une plus-value de 700 000 francs ».

C'est à ce niveau qu'il faut distinguer transparence et vigilance. L'information existe et est disponible, mais l'investisseur doit aller la chercher et ne pas témoigner une confiance aveugle lorsqu'on lui conseille un placement. Ce type de recommandation peut apparaître comme une banalité mais l'affaire des « blocs-feuillets » de MONACO tend à montrer qu'elle n'est pas tout à fait inutile. Il faut cependant relativiser ce « scandale » qui pourrait laisser penser que le marché du timbre-poste de collection est moins fiable que d'autres. Il suffit de se rappeler le réveil douloureux des investisseurs en peintures contemporaines après le krach de 1991 et les centaines de toiles achetées plusieurs dizaines de milliers de francs aujourd'hui invendables ; ou plus proche de nous, les petits porteurs qui ont cru dans les actions EUROTUNNEL dont le cours est actuellement au 1/10 du prix d'acquisition.

¹ GATTEGNO (Hervé), *op. cit.*, p.9.

Certes, cette affaire des « blocs-feuillets » de MONACO donne, sur le moment, une mauvaise image du marché philatélique. Cependant, elle démontre surtout qu'en matière de gestion de patrimoine il n'existe pas de placements miracles, mais seulement des produits offrant des opportunités sous certaines contraintes et qu'un minimum de prudence est nécessaire ; en particulier lorsque l'on s'intéresse à une nouvelle catégorie de placement.

III) CONCLUSION.

Le marché du timbre-poste de collection semble donc bénéficier d'une certaine transparence pour plusieurs raisons :

- Les sources d'informations sont nombreuses et accessibles pour un coût relativement faible (magazines, ouvrages, catalogues de cotes). On peut émettre une réserve pour les résultats des ventes sur offres, mais une solution consiste à participer à ces ventes pour des lots très peu chers (50 ou 80 F) ce qui permettra de recevoir les résultats de l'ensemble des transactions (soit plusieurs milliers).
- Les catalogues de cotes sont un signal pour l'ensemble du marché, accessibles à tous au même moment. Certes, ces cotes peuvent être mal interprétées par des non-philatélistes, mais il appartient à un investisseur de connaître les règles de fonctionnement d'un marché sur lequel il veut intervenir.

Néanmoins, un reproche, généralement adressé à l'ensemble des objets d'art et de collection, vient nuancer cette conclusion relativement optimiste en ce qui concerne la transparence. En effet, les faisceaux d'informations décrivent précédemment

devraient permettre à n'importe quel investisseur d'estimer raisonnablement le prix d'un timbre. Or, parfois, celui-ci découvre, lorsqu'il veut revendre son placement, que des défauts, *a priori* sans importance lui ôtent presque toute sa valeur, ou, pire encore, qu'il s'agit d'un faux. Le problème de la qualité des objets d'art et de collection, et éventuellement de leur authenticité, est un des principaux obstacles au développement de cette catégorie de placement.

En effet, la crainte de se tromper, ou d'être trompé, sur les qualités intrinsèques d'un bien ou sur son authenticité peut dissuader de nombreux investisseurs de choisir cette forme de placement. Le sentiment général étant que cette catégorie de biens est réservée à des spécialistes et plus généralement à des passionnés. Cette thèse est défendue par les collectionneurs eux-mêmes, ces derniers considérant que la dimension financière ne peut être dissociée du plaisir de collectionner. Cette argumentation a le mérite de mettre en garde les investisseurs néophytes mais il faut tout de même rassurer les philatélistes qui voudraient passer du stade de loisirs à celui de « loisirs-investissement ». S'il est nettement préférable de ne pas choisir un placement en timbres-poste de collection, uniquement pour des raisons financières, il n'est pas pour autant obligatoire d'être un expert. Une bonne connaissance des timbres que l'on veut acquérir est utile, mais l'achat auprès des négociants est de toute façon accompagné d'une garantie quant à l'état et à l'authenticité. Certes, cela n'exclut pas, lors de la négociation, que l'acheteur et le vendeur cherchent à optimiser leur profit, mais cela n'a rien de spécifique au timbre-poste.

Les paragraphes précédents nous ont permis d'étudier la transparence sur le marché des timbres-poste de collection, après avoir envisagé le problème de l'atomicité et de la liquidité. Il est maintenant possible de tirer une conclusion générale quant à l'analyse qualitative de l'efficience sur le marché du timbre-poste de collection

IV) UNE CONCLUSION SUR L'ANALYSE QUALITATIVE DE L'EFFICIENCE

Si l'on évalue l'atomicité sur un marché en fonction du nombre d'intervenants, il apparaît que les actifs non-financiers, comme le timbre-poste de collection, souffrent d'un nombre trop limité d'acheteurs et de vendeurs en comparaison des placements plus traditionnels. Si, par contre, on analyse l'atomicité comme l'impossibilité pour un acheteur ou un vendeur d'influencer le prix sous sa seule impulsion, on remarque que le timbre-poste de collection possède certaines caractéristiques qui le différencient de la plupart des autres objets d'art et de collection. En effet, la plupart des tableaux, sculptures... vendus en ventes aux enchères sont des exemplaires uniques, alors que les timbres-poste de collection existent en plusieurs exemplaires, quasiment identiques, tout en conservant le caractère de valeur de placement. Il est dès lors beaucoup plus difficile d'imposer un prix et l'on peut conclure à une atomicité acceptable.

Concernant la liquidité, l'existence de coûts de transactions élevés est un élément négatif qui affecte le timbre-poste de collection, comme la plupart des objets d'art et de collection (mais aussi d'autres placements comme l'immobilier). Cependant,

le timbre-poste de collection possède des atouts qui peuvent, au moins partiellement, compenser ce handicap. En effet, comme la plupart des objets d'art et de collection, le timbre-poste possède une valeur « universelle » et peut être échangé, dans la plupart des pays développés, sans perte substantielle de valeur. De plus, il est réputé pour sa discrétion : d'une part les transactions relatives au timbre-poste de collection bénéficient d'une certaine confidentialité, en particulier grâce aux ventes sur offres qui allient l'anonymat lors de la vente et l'émulation entre acheteurs ; d'autre part, le timbre-poste de collection est probablement le placement le moins encombrant tout en possédant une existence matérielle.

Il reste néanmoins que les coûts de transaction ont un effet dissuasif auprès de nombreux investisseurs potentiels qui ne trouvent pas toujours de compensation dans l'universalité et la discrétion. Par ailleurs, les frais supportés par les négociants lors des ventes sur offres (description des timbres, édition des catalogues...), ou de gré à gré (stockage, accueil des clients...) ne permet pas d'envisager à court terme une baisse de ces coûts. L'aspect positif étant, comme nous le verrons par la suite¹, que le timbre-poste de collection a, sauf quelques rares exceptions, toujours vu sa valeur croître, ou au pire rester stable, depuis un demi-siècle. A défaut de pouvoir revendre rapidement son placement, il a en tout cas de grande chance de voir progresser sa valeur et donc réaliser une plus-value à terme.

Concernant enfin l'existence d'une certaine transparence sur le marché du timbre-poste de collection, plusieurs éléments influencent positivement notre

¹ Voir *supra* le chapitre II de cette deuxième partie.

jugement. Tout d'abord les sources d'informations sont nombreuses et accessibles à tous pour un prix raisonnable. De plus, il existe un moyen de diffusion de l'information spécifique au timbre-poste de collection, le catalogue de cotes. Celui-ci est généralement reconnu comme objectif et il est une référence commune à tous les acteurs du marché, même si certaines affaires, comme récemment les « blocs-feuillets » monégasques, ont tendance à ternir son image. Mais une analyse plus approfondie démontre rapidement que c'est beaucoup plus sa mauvaise utilisation par des non-philatélistes trop crédules qu'il faut accuser, que le catalogue lui-même. Enfin, le problème des garanties relatives à l'authenticité et à la qualité des pièces philatéliques passe par un engagement des vendeurs, essentiellement des négociants, mais induit un coût supplémentaire. On peut donc conclure à une transparence satisfaisante sur le marché du timbre-poste de collection.

Les paragraphes précédents ne permettent pas de trancher nettement quant au caractère efficient du marché du timbre-poste de collection. Certaines réserves subsistent, mais il semble néanmoins que l'on se trouve en présence d'une « efficience acceptable », et équivalente, voire supérieure à celle que l'on rencontre pour d'autres objets d'art et de collection. En effet, Pascal MORIEUX¹ définissait le marché des commodes Louis XV comme « perfectible », et partait de ce constat pour analyser la rentabilité de ce type de placement, avec des réserves beaucoup plus fortes quant à l'atomicité, la liquidité et à la transparence pour cette catégorie de biens.

¹MORIEUX (Pascal) : « Satisfaction, profit et risque retirés d'un placement en actifs non-financiers », Université de Lille 1, 1980, p.85.

Il serait cependant intéressant, et même nécessaire, de conforter cet avis favorable sur l'efficiencia du marché du timbre-poste de collection en procédant à une analyse quantitative de celle-ci, c'est l'objet de la prochaine section.

SECTION IV : UNE MESURE QUANTITATIVE DE L'EFFICIENCE INFORMATIONNELLE DU MARCHÉ DU TIMBRE- POSTE DE COLLECTION.

Les sections précédentes étaient consacrées à une analyse qualitative de l'efficacité du marché du timbre-poste de collection. Mais, en particulier depuis les travaux réalisés par E.F. FAMA¹, on s'intéresse également à l'analyse quantitative du degré d'efficacité informationnelle d'un marché, c'est l'objet de cette quatrième section. Dans une première étape, il est nécessaire de définir l'échantillon sur lequel cette étude sera réalisée. La deuxième étape étant consacrée au test de l'efficacité, sous sa forme faible, proprement dit.

I) L'ÉCHANTILLON

Notre étude statistique portera sur la forme faible de l'efficacité. Ce type d'analyse implique de travailler sur des séries chronologiques homogènes de prix, pour un bien donné. Cela s'avère très difficile lorsque l'on s'intéresse aux objets d'art et de collection, dans la mesure où la plupart d'entre eux ne constituent pas des biens homogènes. On parle de tableaux de maîtres en général, mais on ne peut pas constituer une série chronologique dans laquelle on mélangerait des PICASSO et des VAN GOGH. Cela se révèle également impossible pour les œuvres d'un même peintre, tant les qualités intrinsèques de chaque toile sont différentes. Si l'on choisit maintenant de suivre les différentes valeurs d'échange d'une même toile, on se heurte à un problème

¹ FAMA (E. F.) : « Random Walks in Stock Market Prices », Financial Analysts Journal, Vol. 21, N°5, septembre-octobre 1965.

de périodicité, la plupart des oeuvres ne changent de main qu'une fois tous les 10 ou 20 ans, voire beaucoup plus. Il n'existe aucune règle précise concernant la liquidité de ces biens, mais il est généralement entendu qu'un délai de plusieurs années est nécessaire pour réaliser une plus-value intéressante, étant donnés, en particulier, les coûts de transaction élevés que l'on rencontre sur ces marchés. On a connu, comme à la fin des années 80, des périodes où la fréquence des échanges s'est brusquement accélérée ; mais il s'agit toujours de période d'intense spéculation, de durée très courte, et se terminant par un krach.

Après avoir brossé un portrait assez noir des possibilités d'études statistiques relatives à l'efficience pour les objets d'art et de collection, il faut remarquer la place toute particulière du timbre-poste de collection dans cette catégorie. Comme nous l'avons déjà indiqué précédemment¹, ces derniers possèdent des caractéristiques propres qui les différencient des autres objets d'art et de collection : d'une part, il s'agit de biens relativement homogènes, d'autre part il existe des catalogues de cotes depuis très longtemps.

L'hypothèse d'homogénéité ne signifie pas qu'il n'existe pas de pièces uniques en philatélie, mais elle illustre le fait que de nombreux timbres de collection, éventuellement de grande valeur, existent en plusieurs exemplaires. On peut même considérer qu'il en existe suffisamment d'exemplaires pour que des échanges aient lieu plusieurs fois par an dans le cadre, soit de ventes de gré à gré difficiles à suivre, soit de ventes sur offres beaucoup plus transparentes en terme d'informations. On pourrait

¹ Voir *infra* p.221.

donc, en consultant les résultats des ventes sur offres, constituer des séries chronologiques homogènes, sur un certain nombre de timbres de collection. Cependant, cette méthode se heurte à un obstacle, car il n'existe aucune base de données informatiques disponible recensant les prix obtenus lors des ventes sur offres sur une longue période.

Néanmoins, afin d'étudier le rendement d'un placement en timbres-poste de collection¹, nous avons constitué une base de données de ce type, mais sur une période assez courte, 1987-1995, ce qui est insuffisant pour une analyse de l'efficience avec une périodicité annuelle. Cette base de données sur à peine dix ans ayant nécessité des dizaines d'heures de travail, il n'était pas réaliste d'envisager un prolongement sur cinquante ans. Il faut également prendre en compte les difficultés d'accès à l'information. La base de données précédemment citée a été établie à partir des catalogues de ventes sur offres des établissements CERES à PARIS. Au total, 27 catalogues, ainsi que les feuilles synthétisant les résultats des transactions, ont été mis gracieusement à notre disposition. L'analyse des résultats n'étant pas possible sur place, il a fallu photocopier près de 450 feuilles. Cela aurait représenté, pour remonter jusqu'en 1939 comme nous le souhaitions, des milliers de photocopies supplémentaires.

Le recours à une base de données recensant les prix de vente des timbres de collection n'étant pas possible, il reste heureusement un autre outil à notre disposition pour une étude statistique de l'efficience ; il s'agit des catalogues de cotes. Certes, il est toujours délicat de travailler sur des valeurs qui ne sont pas directement des

¹ Voir le deuxième chapitre de cette partie.

prix de marché, mais à la lumière de tout ce qui a été dit dans la précédente section, il semble possible de travailler avec les cotes.

En effet, ces dernières, à défaut de correspondre exactement aux prix de vente d'un timbre, sont reconnues et acceptées par tous les acteurs comme des valeurs de références lors d'une négociation. Dès lors, on peut supposer que l'évolution des cotes à travers le temps correspond à l'évolution des prix de transaction. Cependant, nous avons souhaité opérer une vérification supplémentaire, en procédant à étude statistique sur la corrélation entre les cotes et les prix relevés à l'occasion de ventes sur offres.

A) UNE VALIDATION STATISTIQUE DU RECOURS AUX COTES DES TIMBRES-POSTE DE COLLECTION : L'ANALYSE DE LA CORRÉLATION ENTRE LES COTES ET LES PRIX DE VENTE

Nous avons évoqué ci-dessus la constitution d'une base de données consacrée à l'analyse du rendement en timbres-poste de collection. Cette base de données a été élaborée à partir des catalogues de ventes sur offres réalisées par les établissements CERES à Paris. J'ai déjà eu l'occasion de présenter ce type de catalogues, leur contenu, ainsi que et leur fonctionnement. Il faut surtout rappeler que pour chaque lot proposé (il s'agit de un ou plusieurs timbres) le catalogue de ventes sur offres indique une description complète du ou des timbres, la cote du lot (relevée dans un catalogue) et une valeur minimum pour l'enchère. Chacun des participants reçoit ensuite les résultats de la vente sur offres, avec le prix exact auquel le lot a été vendu, si

celui-ci a trouvé preneur. Dès lors, il est donc possible de mettre en parallèle les cotes proposées et les valeurs effectivement proposées par les acheteurs. On se trouve, en quelque sorte, en présence d'une « pierre de Rosette » de la validité des cotes. Il suffirait en effet de réaliser une régression simple entre ces deux valeurs pour juger de la corrélation de leur variation.

Cette étude n'a pas été réalisée sur les résultats des 27 ventes sur offres mis à notre disposition, mais sur dix d'entre elles. Afin de gagner du temps lors de la saisie des données, nous n'avons retenu que les lots étant l'objet d'une analyse de rentabilité dans le prochain chapitre. Cela exclut tous les lots comportant plus d'un timbre ou des timbres possédant des particularités non codifiables (essentiellement des timbres dont l'état est fortement altéré). La justification de ces choix repose sur une double nécessité : d'une part, pouvoir identifier chaque timbre, ce qui n'est pas possible lorsque le lot comprend plusieurs timbres, la cote et la valeur minimum d'enchère étant attribuées au lot entier. D'autre part, suivre des séries homogènes, c'est-à-dire avoir la certitude que les valeurs observées concernent bien les échanges successifs d'un même timbre. Or l'existence de défauts importants sur un timbre change sa nature même : on ne peut pas comparer un timbre en bon état avec un timbre très abîmé ou réparé.

Une fois ce tri réalisé, il reste à exclure les timbres qui n'ont pas trouvé acquéreur, l'objectif étant d'analyser le prix de vente, et dans le cas présent de le comparer à la cote. Une fois cette procédure appliquée, il reste environ 300 valeurs pour chacune des 10 ventes sur offres retenues.

Pour analyser la corrélation entre les cotes et les prix de vente, on aura recours à un modèle linéaire de régression simple ; en prenant comme variable expliquée Y, le prix de vente du timbre lors de la vente sur offres, et comme variable explicative X, la cote du timbre dans le catalogue.

Notre objectif est, il faut le rappeler, de vérifier si les cotes et les prix de vente évoluent parallèlement, et donc, si l'observation d'une tendance dessinée par les cotes correspond à la tendance des effectivement constaté sur le marché. Mais il ne s'agit pas de vérifier si ces deux valeurs (d'une part, les cotes, d'autre part, les prix pratiqués sur le marché) sont égales, l'existence des taux de remise évoqués précédemment rendant cette hypothèse fautive par définition. Il s'agit bien, en fait, de définir une corrélation entre les variations de valeur et non pas entre les valeurs

Les résultats sont donnés en ANNEXE XIII, mais on peut les synthétiser de la manière suivante :

- Les coefficients de régression sont compris entre 0,39 et 0,64, ce qui laisse supposer que les timbres sont échangés entre 39% et 64% de la cote. Mais, le plus important est de constater que les écarts-type des coefficients sont extrêmement faibles, et donc que les coefficients peuvent être considérés comme valides.
- Le $F_{calculé}$ est compris entre 1522 et 8667 sur l'ensemble des dix ventes sur offres. Or si l'on consulte la table des valeurs critiques du F de FISHER-SNEDECOR, on constate que le résultat doit être supérieur à 3 au seuil critique de 5%, et à 6,91 au seuil critique de 0,1%. On accepte donc l'hypothèse selon laquelle le coefficient r^2 est significatif.

Les résultats obtenus lors des tests étant concluants, le modèle est validé.

Par ailleurs, la valeur des coefficients de corrélation, comprise entre **0,80** et **0,95**, fait apparaître une corrélation très forte entre les cotes et les prix obtenus en ventes sur offres. En effet, ce coefficient indique que dans 80 à 95% de la variance a été expliqué, ce qui tend à prouver que les cotes sont de bons indicateurs de tendance et que les acteurs économiques s'y réfèrent bien lorsqu'ils définissent une valeur de marché.

Cependant, il faut bien parler ici de corrélation, et non de causalité. Il est très difficile, voire impossible, de dire si c'est le prix qui fait la cote ou la cote qui fait le prix. De prime abord, le fait que les acheteurs et les vendeurs se basent systématiquement sur la cote pour déterminer le prix d'un timbre pourrait laisser penser que le prix d'un timbre est le résultat de sa cotation. Cela serait dangereux car le prix serait un prix « administré » et non plus le résultat d'une confrontation entre une offre et une demande. Mais cette hypothèse ne résiste pas à une analyse plus poussée. En effet, les acheteurs et les vendeurs se réfèrent à la cote lors de leurs transactions dans la mesure où la cote traduit, dans ses variations, l'évolution du marché ; c'est à dire dans la mesure où la cote est modifiée chaque année en fonction des transactions réalisées entre deux périodes. Dans ce cas, c'est la cote qui est le reflet des prix de vente et la causalité est inversée par rapport à l'hypothèse précédente. Il semble en fait que les cotes et les prix aillent de pair depuis si longtemps qu'il est impossible de définir une causalité précise et que la notion de corrélation corresponde beaucoup mieux pour définir la situation rencontrée sur le marché du timbre-poste de collection.

L'ensemble des arguments présentés ci-dessus semble démontrer que l'on peut suivre l'évolution du marché du timbre-poste de collection à partir des cotes, presque aussi bien qu'à partir des prix de vente, avec l'avantage pratique que ces cotes soient disponibles dans des bases de données informatiques. Il s'agit maintenant de choisir l'échantillon de timbres de collection dont les cotes serviront à une analyse quantitative de l'efficience.

B) LE CHOIX DES TIMBRES QUI CONSTITUENT L'ÉCHANTILLON

La liste des timbres retenus pour l'étude quantitative de l'efficience est donnée dans l'ANNEXE XIV. Le choix a été réalisé en fonction du degré de représentativité sur le marché du timbre-poste de collection. En effet, les postes françaises ont émis plus de 3 000 timbres depuis le premier janvier 1849, essentiellement depuis les années 1920 (on compte 157 émissions de timbres entre 1849 et 1919, et plus de 3 000 depuis cette date). Mais, même si tous les timbres-poste sont collectionnés, tous ne correspondent pas à des timbres-poste de collection au sens du marché tel qu'il est étudié ici.

D'une manière générale, les timbres-poste de collection sont caractérisés par une valeur unitaire minimum, étant donné les coûts de transaction rencontrés lors des échanges. Ce critère est important, mais il est également très subjectif, dans la mesure où personne n'a jamais défini avec précision cette valeur minimale. A défaut de pouvoir fixer cette dernière, il nous a semblé qu'une approche plus empirique serait préférable. Nous avons donc consulté les catalogues de vente sur

offres afin de recenser les timbres qui sont proposés, ou plus précisément, de recenser ceux qui n'apparaissent jamais. Cette méthode entraîne l'élimination de presque tous les timbres modernes, et, inversement, intègre la grande majorité des classiques, comme on pouvait s'y attendre. Toutefois, cette étude se voulant le plus large possible, nous n'avons éliminé que les timbres qui, de toute évidence, n'étaient jamais proposés dans les catalogues. Cela ne prouve pas que ceux retenus sont effectivement très liquide, mais tout au plus qu'ils apparaissent au moins une fois de temps en temps. Nous serons amenés, lors de l'étude de la rentabilité¹, à définir des critères beaucoup plus strictes quant à la fréquence des échanges, mais notre objectif, dans le cas présent, était de constituer un échantillon le plus large possible, tout en éliminant les timbres qui ne peuvent en aucun cas avoir le caractère d'un placement.

Le résultat final est un échantillon de 262 timbres, à l'état neuf ou oblitéré. Il faut en effet préciser que le même timbre, selon qu'il est neuf ou oblitéré, correspond à deux entités différentes, et compte deux fois. Cet échantillon est constitué à hauteur de 60% de timbres classiques (émis entre 1849 et 1898) et de 40 % de timbres semi-modernes (émis entre 1900 et 1938).

Le dernier timbre de l'échantillon est le numéro 321, ce qui signifie que nous n'allons travailler qu'avec des timbres émis avant 1939. On peut expliquer ce phénomène par la corrélation qui existe théoriquement entre la rareté d'un timbre et son ancienneté ; le risque de destruction ou d'altération physique d'un timbre étant une fonction croissante par rapport au temps. De plus, avec le développement de la

¹ Voir Chap 2 section 2

philatélie, des quantités de plus en plus grandes de timbres sont stockées dès leur émission ou après une première oblitération, l'exception est devenue la règle, et l'on trouve facilement, trop facilement, des timbres modernes (émis depuis 1939) en très bon état. Le gouvernement a d'ailleurs accompagné ce mouvement en émettant de plus en plus de timbres, dont une quotité est immédiatement réservée aux philatélistes. Il est évident, dans ces conditions, que la notion de rareté ne peut plus exister et qu'il ne s'agit plus de timbres-poste de collection mais de timbres courants prenant peu de valeur.

Enfin, il faut indiquer une dernière raison plus technique. Il existe quelques timbres modernes (2 ou 3 au maximum) qui ont les caractères d'un timbre-poste de collection, car ils ont été émis en peu d'exemplaires. Mais dans la mesure où les autres timbres de l'échantillon ont été émis au plus tard en 1936, il serait intéressant de tester l'efficiencia sur la période 1939-1994, ce qui s'avère impossible si l'on introduit des timbres émis après 1939. Il était donc préférable d'éliminer quelques pièces, plutôt que de reculer de 10 ou 15 ans la chronique étudiée.

L'échantillon étant maintenant constitué, les prochains paragraphes seront consacrés au test du modèle d'efficiencia proprement dit.

II) APPLICATION DU MODÈLE DE L'EFFICIENCE SOUS SA FORME FAIBLE AU MARCHÉ DU TIMBRES-POSTE DE COLLECTION.

Nous allons tester l'efficacité sous sa forme faible à partir du modèle suivant :

$$\frac{\Delta P_t}{P_{t-1}} = a \frac{\Delta P_{t-1}}{P_{t-2}} + b + \varepsilon_t$$

Il s'agit d'un modèle autorégressif d'ordre 1. Il teste l'autocorrélation des variations de prix, c'est-à-dire leur corrélation avec elle-même décalée d'une période. Si l'estimation de ce modèle permet de conclure à une absence de relation significative entre la variation de prix courante et la précédente, alors l'hypothèse de marché efficient peut être retenue comme pertinente. Plus précisément, elle n'a pas été réfutée.

Ce type de test ne prend en compte que des retards d'une seule période. Suivant la nature du marché et la périodicité des observations, il peut être intéressant de tester une autocorrélation des prix au-delà d'une seule période de retard. Dans ce dernier cas, on peut conserver le modèle défini ci-dessus, mais il faut prendre $T > 1$.

Concernant les hypothèses sous-jacentes à ce modèle, on peut rappeler ce que disait MALINVAUD¹ : « Les résultats obtenus confirment que la théorie élaborée pour les modèles de régression ordinaire ne s'applique pas telle quelle aux autorégressifs. Cependant on ne commet pas d'erreur grave en appliquant à ces modèles

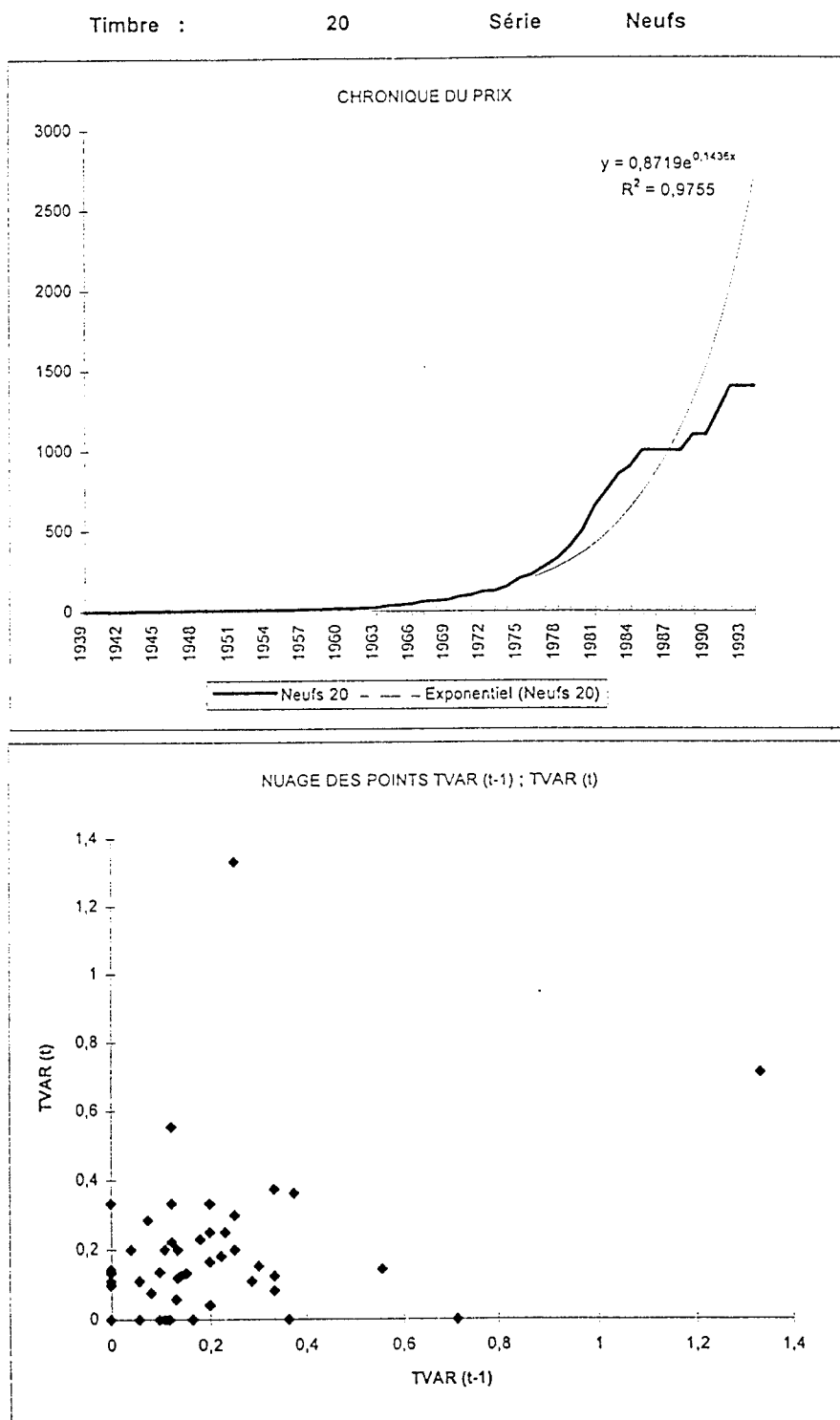
¹ cité dans l'ouvrage de GIRAUD René, CHAIX Nicole : « Econométrie », Presse Universitaire de France, 1994, p. 168.

les méthodes classiques de régression dès l'instant où les erreurs ne sont pas autocorrélées. »

Sous réserve de cette dernière remarque, on se référera aux hypothèses posées pour un modèle linéaire simple.

Afin de mieux cerner le modèle d'efficience sous sa forme faible qui va être testé, il est intéressant d'analyser deux types de représentation graphique pour chaque timbre de l'échantillon. Dans un premier temps, on va observer l'évolution de la cote de chaque timbre de 1939 à 1994. Puis, dans un deuxième temps, on va examiner le nuage de points $\left(\frac{\Delta P_t}{P_{t-1}} ; \frac{\Delta P_{t-1}}{P_{t-2}} \right)$. Ce choix sous-entend que l'on se place dans le cadre d'un modèle autorégressif d'ordre 1. La forme du nuage de points indique l'allure générale de la relation, ou bien l'impossibilité potentielle de trouver une relation.

Les graphiques ci-dessous indique le résultat obtenu, par exemple, pour un timbre de l'échantillon : le N°20 à l'état neuf.



Les nuages de points ont été construits en portant les $\frac{\Delta P_{t-1}}{P_{t-2}}$ en abscisse et $\frac{\Delta P_t}{P_{t-1}}$ en ordonnée. La forme des nuages n'est pas particulièrement nette, et il semble difficile de les caractériser de manière précise par une droite. Néanmoins, dans la très grande majorité des cas, les points se situent dans le cadran positif. Chaque variation positive du prix est suivie par une autre variation positive. Ce résultat provient du fait que les données n'ont pas été corrigées de la tendance exponentielle que suivent les prix sur la quasi-totalité de la période. L'existence de cette tendance est tout à fait compatible avec l'hypothèse de promenade aléatoire et donc d'efficience. Une fois la tendance identifiée et connue de tous, les fluctuations de prix se feront autour de cette tendance. Il ne sera pas possible de définir, à l'aide des prix passés, autre chose que la position tendancielle du prix. C'est la valeur intrinsèque qui est affectée d'une tendance. A chaque période les opérateurs savent que la tendance est à la hausse, ils vont donc acheter dès à présent pour revendre plus cher par la suite provoquant d'eux-mêmes la hausse tendancielle du prix. Cette hausse est connue de tous, mais il n'en reste pas moins vrai que tout écart par rapport à la tendance est considéré par les opérateurs comme une divergence par rapport à la valeur intrinsèque du timbre. Cette divergence, comme l'explique E. F. FAMA¹, provoque une évolution aléatoire autour de la valeur intrinsèque, c'est à dire autour de la tendance.

¹ Op. cit.

L'analyse graphique aboutit aux conclusions suivantes :

- L'analyse de l'évolution des cotes de 1939 à 1994 laisse apparaître une tendance exponentielle sur une grande partie de la période. Ce phénomène est directement lié à l'utilisation de cotes en francs courants, et donc à l'influence d'une inflation forte pendant cette période.
- L'analyse des nuages de points montre qu'il faut, avant de procéder au test de l'efficience, identifier cette tendance. C'est l'objet des prochain paragraphe.

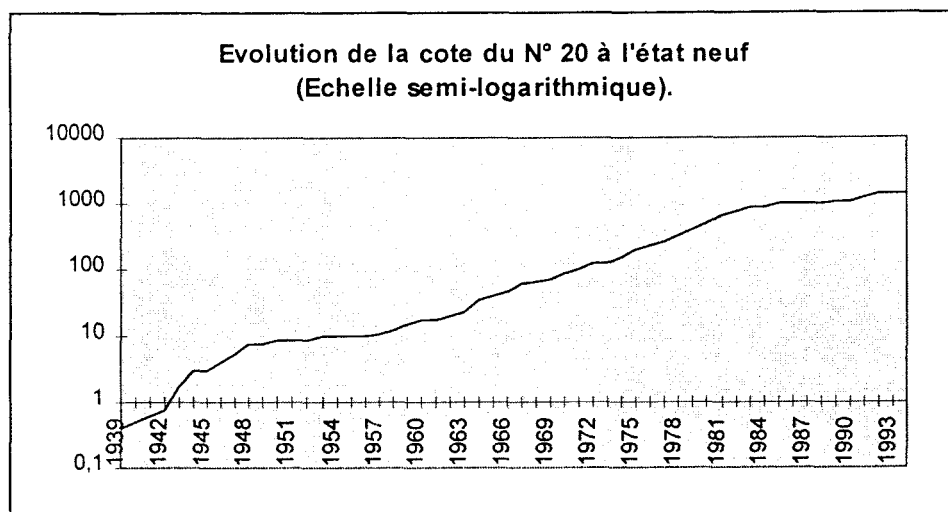
A) ANALYSE DE LA TENDANCE.

1) La méthode.

L'existence d'une tendance exponentielle sur une grande partie de la période 1939-1994, plus précisément jusqu'au début des années 80, apparaît nettement. Et l'on pourrait alors être tenté d'identifier la tendance recherchée comme une simple tendance exponentielle. Cependant, l'existence d'un point de rupture, éventuellement de retournement, pendant les années quatre-vingts¹, nous incite à envisager l'existence d'au moins deux sous-périodes. Sur le graphique représentant la chronique du prix du timbre N°20 à l'état neuf, la rupture semble se produire en 1984. Pour les autres timbres de l'échantillon, elle se situe soit avant, soit après. Il est en fait difficile d'identifier une date précise, aussi avons-nous décidé de scinder en deux périodes de la manière suivante : 1939-1980 et 1981-1994.

¹ Ce phénomène sera analysé dans la deuxième section du prochain chapitre.

Par ailleurs, on peut craindre que l'utilisation d'une échelle linéaire en présence d'une tendance exponentielle ne cache la présence d'autres points de rupture, en particulier sur la période 1939-1960. Il faut donc compléter cette analyse par l'observation de graphiques construits avec une échelle semi-logarithmique.



Ce graphique montre l'existence d'un autre point de rupture très marqué, il s'agit de 1948. On retrouve ici, et cela est rassurant, un phénomène très connu des philatélistes, c'est à dire une hausse parfois vertigineuse des prix des timbres pendant la deuxième guerre mondiale qui aboutit, en 1948, à un krach suivi d'une longue période de morosité¹. Cette observation nous amène à envisager une troisième sous-période : 1939-1947.

Les différentes sous-périodes : 1939-1947 ; 1948-1980; 1981-1994 étant maintenant précisées, il reste à déterminer un modèle donnant un ajustement correct sur l'ensemble de la période. Après divers essais qui ne se sont pas révélés concluants (par

¹ Ce phénomène est décrit dans la première section du prochain chapitre.

exemple l'utilisation d'une fonction logistique¹), il est apparu que le recours à une « fonction spline » serait la méthode la plus adaptée.

On peut résumer cette méthode ainsi² :

Supposons que la variable Y suivent une tendance que l'on décompose en trois périodes suivant le modèle :

$$\begin{cases} \text{Période 1} & Y_t = \alpha_1 + \beta_1 t + \varepsilon_t \\ \text{Période 2} & Y_t = \alpha_2 + \beta_2 t + \varepsilon_t \\ \text{Période 3} & Y_t = \alpha_3 + \beta_3 t + \varepsilon_t \end{cases}$$

L'estimation de ce modèle ne pose pas vraiment de problème en soi. Cependant, il est relativement lourd à manipuler et rien ne garantit que les valeurs ajustées de Y par les différentes fonctions soient égales aux dates de changement de période. On pourrait avoir des discontinuités dans la tendance. Une fonction Spline permet d'éviter ce genre de problème. De plus elle permet de ne passer que par une seule et unique estimation, ce qui allège les procédures de calcul.

Pour construire cette fonction Spline, supposons que la première période recouvre les dates de $t = 0$ à $t = a$, la seconde période de $t = a + 1$ à $t = b$, et enfin la troisième période de $t = b + 1$ à $t = N$.

¹ Une présentation de cette méthode est donnée dans l'ouvrage de Guy MELARD : « Méthodes de prévisions à court terme », collection statistiques et mathématiques appliquées, Editions de l'Université de Bruxelles, Editions Ellipses, 1988,

² Pour une présentation plus détaillée : JOHNSTON J : « Méthodes économétriques », tome 2, 3^e édition, Economica, 1988, p.465.

Dans ce cas, on construit les variables suivantes :

$$\left\{ \begin{array}{l} W_{1t} = t \\ W_{2t} = \begin{cases} 0 & \text{Si } t \leq a \\ t-a & \text{Si } a < t \end{cases} \\ W_{3t} = \begin{cases} 0 & \text{Si } t \leq b \\ t-b & \text{Si } b < t \end{cases} \end{array} \right.$$

et on estime par les Moindres Carrés Ordinaires (MCO) le modèle :

$$Y_t = \alpha_1 + \delta_1 W_{1t} + \delta_2 W_{2t} + \delta_3 W_{3t} + \varepsilon_t$$

On vérifie alors que si l'on se situe au cours de la première période, le modèle devient :

$$\left\{ \begin{array}{l} Y_t = \alpha_1 + \delta_1 W_{1t} + \varepsilon_t \\ W_{1t} = t \end{array} \right.$$

Au cours de la deuxième période, il devient :

$$\left\{ \begin{array}{l} Y_t = \alpha_1 + \delta_1 W_{1t} + \delta_2 W_{2t} + \varepsilon_t \\ W_{1t} = t \\ W_{2t} = t - a \end{array} \right.$$

Soit

$$Y_t = \alpha_1 + (\delta_1 + \delta_2)t - \delta_2 a + \varepsilon_t$$

De la même manière, au cours de la troisième période, le modèle devient :

$$Y_t = \alpha_1 + (\delta_1 + \delta_2 + \delta_3)t - \delta_2 a - \delta_3 b + \varepsilon_t$$

Par conséquent, on tire de l'estimation de l'équation $Y_t = \alpha_1 + \delta_1 W_{1t} + \delta_2 W_{2t} + \delta_3 W_{3t} + \varepsilon_t$,

les paramètres du modèle sous-jacent, c'est-à-dire le modèle :

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Période 1} \quad Y_t = \alpha_1 + \beta_1 t + \varepsilon_t \\ \text{Période 2} \quad Y_t = \alpha_2 + \beta_2 t + \varepsilon_t \\ \text{Période 3} \quad Y_t = \alpha_3 + \beta_3 t + \varepsilon_t \end{array} \right.$$

$$\text{Avec } \begin{cases} \beta_1 = \delta_1 \\ \beta_2 = \delta_1 + \delta_2 \\ \beta_3 = \delta_1 + \delta_2 + \delta_3 \end{cases} \quad \begin{cases} \alpha_2 = \alpha_1 - \delta_2 a \\ \alpha_3 = \alpha_1 - \delta_2 a - \delta_3 b \end{cases}$$

On a testé ce modèle pour chacun des 262 timbres de l'échantillon choisi, en prenant comme variable expliquée les cotes de chaque timbre et comme variables explicatives les coefficients W1, W2 et W3, correspondants aux 3 sous-périodes 1939-1947 ; 1948-1980; 1981-1994.

2) les résultats¹

Globalement, ils peuvent être synthétisés ainsi :

- Pour l'ensemble des timbres, les r^2 sont compris entre 92% et 99%, ce qui correspond à un niveau très élevé de corrélation et laisse penser que la tendance a été identifiée de manière très satisfaisante.
- Les F de FISHER-SNEDECOR sont compris entre 202 et 5529, soit des valeurs très supérieures à la valeur limite comprise entre 2,61 et 2,53 pour $\alpha = 0,05$, et même à la valeur limite comprise entre 2,84 et 2,76 pour $\alpha = 0,001$. Ce qui confirme les résultats précédents.
- Les erreurs types des coefficients sont calculés pour chaque période (a1, a2 et a3 dans l'annexe XV) et pour la constante (a0).

¹ Un extrait de ces résultats est donné en exemple dans l'ANNEXE XV. La grille de lecture est la même que celle utilisée pour l'annexe XIII.

Concernant les deux premières périodes et la constante, les résultats sont très satisfaisants. Le rapport entre les coefficients et leur écart-type n'est inférieur à 2, en valeur absolue, que dans 35 cas sur 786 ($3 * 262$), soit dans moins de 5% des cas.

Concernant la dernière période, les résultats sont plus nuancés : Le rapport entre les coefficients et leur écart-type est inférieur à 2, en valeur absolue, dans 68 cas sur 262, soit dans un peu plus de 25% des cas. Ce pourcentage reste correct, mais il fallait s'attendre à une moins bonne estimation dans la mesure où cette période est la moins homogène pour l'ensemble des timbres étudiés.

Néanmoins, les résultats obtenus sont globalement satisfaisants et l'on peut considérer que la fonction spline donne une estimation correcte de la tendance recherchée. La prochaine étape consiste à calculer les valeurs corrigées de la tendance identifiée afin de procéder au test de l'efficience sous sa forme faible.

B) LE TEST DE L'EFFICIENCE SOUS SA FORME FAIBLE.

1) La méthode

La théorie de l'efficience considère que les variations de prix suivent une marche aléatoire. Le test de l'efficience sous sa forme faible doit permettre de vérifier si cette condition est, ou non, remplie sur un marché. Le modèle généralement utilisé pour effectuer ce test a été présenté ci-dessus¹, il s'agit d'un modèle autorégressif d'ordre 1. Mais il faut également rappeler la limite liée aux hypothèses, précisée par

¹ Voir infra p.314.

MALINVAUD : "on peut appliquer à ces modèles les techniques classiques de régression si les erreurs ne sont pas autocorrélées." Or dans notre cas, l'hypothèse de non-autocorrélation des résidus est difficile à vérifier. Il apparaît donc beaucoup plus pertinent de procéder à un test de marche aléatoire en deux étapes : un test relatif à la nullité de la moyenne et un test relatif à l'absence d'autocorrélation.

En dernier lieu, il faut préciser que ce test sera réalisé sur les valeurs des cotes corrigées, la section précédente ayant démontré l'existence d'une tendance. Il suffit, pour obtenir ces valeurs, de soustraire aux cotes observées dans les catalogues, la valeur des cotes calculées, obtenues par le modèle défini par la fonction Spline, selon la formule : Prix corrigé en t = Prix observé en t - Prix calculé en t.

2) Les résultats¹

La série Y étudiée est celle des taux de variation de prix corrigés de la tendance : $\frac{\Delta P_{\text{corrigé en } t}}{P_{\text{corrigé en } t-1}}$. Le calcul de tendance utilisé est une fonction Spline sur 3 périodes. : 1939-1947 ; 1948-1980; 1981-1994.

- Le test de nullité de la moyenne est construit sur la statistique $z = \frac{\bar{Y}}{\sigma_y / \sqrt{N}}$ avec \bar{Y} la moyenne de l'échantillon et N le nombre d'observations. Le test doit permettre de

¹ Un extrait de ces résultats est donné en exemple dans l'ANNEXE XVI.

choisir entre les hypothèses H_0 : les variations de prix sont de moyenne nulle et H_1 : les variations de prix ont une moyenne différente de 0.

- La variable z suit une loi de STUDENT à $N-2$ degrés de liberté ($N = 55$). N étant grand, on peut approximer par une loi normale centrée réduite. Pour un niveau de confiance $\alpha = 5\%$, la valeur critique est $\pm 1,96$. La règle de décision est donc si $|z| < 1,96$ on accepte l'hypothèse d'une moyenne nulle. La statistique $|z|$ s'est avérée être inférieure à 1,96 dans 251 cas sur 262, soit $251 / 262 = 96\%$ des cas.

- Le test d'absence d'autocorrélation¹ est construit sur l'étude du coefficient

$$\text{d'autocorrélation d'ordre 1 : } r(1) = \frac{\sum (Y_t - \bar{Y})(Y_{t-1} - \bar{Y})}{\sum (Y_t - \bar{Y})^2}$$

Ce test doit permettre de choisir entre les hypothèses H_0 : absence d'autocorrélation d'ordre 1 et H_1 : présence d'autocorrélation d'ordre 1. La valeur critique de $r(1)$ est $\frac{1,96}{\sqrt{N}} = 0,2642$, la règle de décision est donc, si $|r(1)| \leq 0,2642$ on choisit H_0 absence d'autocorrélation.

$r(1)$ s'est avéré inférieur à la valeur critique dans 100% des cas.

A la lecture de ces résultats : moyenne nulle et absence d'autocorrélation, nous pouvons conclure que les valeurs des cotes corrigées suivent une marche aléatoire. Il est impossible pour un agent économique, une fois la tendance intégrée par l'ensemble des acteurs, d'anticiper la variation future du prix autour de la tendance. La meilleure

¹ On ne teste que l'ordre 1 mais il est possible de calculer des coefficients d'autocorrélation d'un ordre supérieur à 1. Toutefois cela paraît peu adapté dans le cadre spécifique du marché des timbres, en particulier en présence de données annuelles.

prévision de prix pour la période suivante est l'espérance du prix à la période suivante, c'est-à-dire l'espérance du prix courant à laquelle s'ajoute la variation tendancielle et le choc futur. Ce dernier a une espérance nulle et les deux autres éléments de l'équation sont déterminés et donc connus. Par conséquent, la meilleure prévision pour la période suivante sera obtenue grâce à la fonction Spline, les variations autour de cette tendance ayant une espérance nulle. Nous sommes en présence d'un marché efficient.

III) CONCLUSION

L'objectif de cette section était de soumettre le marché des timbres-poste de collection au test de l'efficience sous sa forme faible., afin de compléter l'analyse qualitative de l'efficience préalablement réalisée. Cependant, plusieurs obstacles ont du être levés avant de passer au test proprement dit.

Le test de l'efficience sous sa forme faible s'applique à des séries chronologiques homogènes. Or, il est très difficile de trouver ce type de données lorsque l'on s'intéresse aux actifs non-financiers. Néanmoins, les timbres-poste de collection possèdent la particularité d'exister en plusieurs exemplaires, ce qui autorise un nombre suffisant d'échanges, en particulier lors de ventes sur offres, pour constituer des séries utilisables statistiquement. Mais ce type d'information n'est pas disponible actuellement et il est impossible, d'un point de vue pratique, de réaliser cette base de données informatiques.

L'autre solution consiste à utiliser les seules bases de données disponibles informatiquement, celles qui recensent les cotes des timbres-poste depuis un siècle. Il est toujours délicat de travailler avec des valeurs qui ne sont pas directement des valeurs de marché, mais plusieurs arguments plaident en faveur de cette solution. Ces cotes sont élaborées par des experts en philatélie qui intègrent un maximum d'information lors de leurs calculs. De plus, les négociations relatives à des timbres-poste de collection se basent systématiquement sur les cotes des catalogues. Cela ne signifie pas que le prix de vente est égal à la cote, mais que celle-ci sert toujours de point de départ à la négociation.

Enfin, un test de régression linéaire simple a été réalisé en prenant comme variable expliquée le prix de vente des timbres et comme variable explicative la cote de ces timbres. Ce test a été réalisé sur 3 000 timbres-poste de collection échangés lors de 10 ventes sur offres. Les résultats obtenus permettent de valider le modèle, ce qui confirme que les cotes peuvent être un bon indicateur de tendance sur le marché des timbres-poste de collection.

Concernant maintenant les timbres dont les cotes serviront au test d'efficience, l'échantillon est constitué de timbres anciens : classiques ou semi-modernes, c'est à dire émis avant 1939, dans la mesure où ces timbres sont les plus chers. Une valeur unitaire minimale est en effet nécessaire pour amortir les coûts de transaction sur ce genre de biens. L'échantillon a été constitué à partir de la consultation des catalogues de ventes sur offres afin de refléter au mieux le marché, et surtout

d'éliminer les timbres ordinaires qui ne peuvent pas être considérés comme des placements.

L'échantillon étant défini et les données disponibles, l'étape suivante a consisté à réaliser le test de l'efficience sous sa forme faible proprement dit. A cet effet, on a recours à un modèle autorégressif d'ordre 1, afin de déterminer si une variation de prix à la période t dépend d'une variation de prix intervenue lors de la période précédente.

Cependant, un dernier problème a du être résolu avant de procéder au test de ce modèle. En effet, une analyse graphique a démontré l'existence d'une tendance sur la période étudiée, 1939-1994. Il a donc fallu l'identifier afin de pouvoir l'éliminer. Cette tendance possède une allure exponentielle, mais la présence de deux points de rupture met en évidence trois sous-périodes : 1939-1947, 1948-1980, 1981-1994. L'existence de ces sous-périodes nous a amenés à utiliser une fonction Spline, afin d'assurer la cohérence des résultats. Les tests relatifs à l'identification de cette tendance s'étant révélés très satisfaisants, il a été possible de procéder au test de l'efficience sous sa forme faible.

Ce test a été réalisé sur les valeurs des cotes corrigées de la tendance. C'est à dire sur les cotes observées diminuées des cotes calculées par la fonction Spline précédemment citée. Il s'agit d'un test de marche aléatoire en deux étapes : un test relatif à la nullité de la moyenne et un test relatif à l'absence d'autocorrélation. A nouveau les résultats se sont avérés très satisfaisants, l'hypothèse de la moyenne nulle

étant retenue dans 96% des cas et l'hypothèse d'absence d'autocorrélation dans 100% des cas.

L'hypothèse d'efficience, sous sa forme faible, du marché des timbres-poste de collection peut donc être retenue, ou tout au moins n'a pas été réfutée. Il n'est pas possible d'anticiper les variations de prix, ou plus précisément les variations des cotes pour la prochaine période, à partir des variations de cotes de la période précédente.

Cette analyse statistique va dans le sens des conclusions établies lors de l'analyse qualitative de l'efficience, et nous permet de supposer, qu'effectivement, le timbre-poste de collection est échangé sur un marché bénéficiant d'une efficience « acceptable ». Il reste maintenant à déterminer si celui-ci propose un rapport rentabilité-risque satisfaisant pour un investisseur, c'est l'objet du prochain chapitre.

CHAPITRE II :.

RENTABILITE ET RISQUE D'UN
PLACEMENT EN TIMBRES-POSTE DE
COLLECTION

CHAPITRE II : RENTABILITE ET RISQUE D'UN PLACEMENT EN TIMBRES-POSTE DE COLLECTION

Si l'on veut intégrer le timbre-poste de collection dans le cadre d'une gestion de patrimoine optimale, celui-ci doit répondre à deux conditions. La première est d'être échangé sur un marché efficient, ce qui semble être le cas à la lumière du chapitre précédent, la deuxième est de proposer un rapport rentabilité-risque susceptible d'intéresser un investisseur. Afin de savoir si cette deuxième condition est respectée, nous allons tout d'abord dresser un panorama des travaux qui s'intéressent au timbre-poste d'un point de vue économique (SECTION I). Il sera cependant nécessaire de compléter les informations obtenues en proposant deux études sur l'évolution de la valeur des timbres-poste de collection, la première repose sur l'utilisation des statistiques descriptives (SECTION II), la seconde a recours aux modèles explicatifs, et plus précisément aux régressions hédonistiques (SECTION III).

SECTION I : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE CONSACRÉE À L'ANALYSE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION

Nous avons déjà évoqué le nombre extrêmement faible d'études consacré à la dimension économique du timbre-poste de collection, quand on le compare aux centaines d'ouvrages et d'articles relatifs à son côté historique ou culturel. On peut néanmoins citer trois analyses pouvant nous fournir des indications sur l'évolution de la valeur des timbres-poste de collection au cours du temps, et donc indirectement sur son rendement et le risque qui y est attaché. La première, réalisée par P. SALVA et J. CAITI¹, met en évidence les principales étapes qui ont marqué le vingtième siècle jusqu'aux années 70. La deuxième est l'oeuvre de J. REYNAUD et A. MASSACRIER², et propose une démarche statistique plus précise. La dernière, effectuée par R. GRANIER³, date de 1993 et apporte une vision plus globale de ce marché.

¹ *Op. cit.*, pp.88-122.

² MASSACRIER (Alain) et REYNAUD (Jacques) : « Le guide du philatéliste », éditions REYNAUD, 1980, pp.45-78.

³ GRANIER (Roland) : « Faut-il investir dans les timbres ? », Le Monde des Philatélistes, N° 478, octobre 1993, pp.31-34.

I) L'ÉTUDE DE P. SALVA ET J. CAITI

Cette étude s'inscrit dans un ouvrage destiné à présenter tous les aspects de la collection de timbres-poste. L'analyse de la valeur financière n'est donc pas le seul objectif des auteurs, mais ces derniers nous fournissent tout de même des renseignements très utiles. D'un point de vue statistique, ils indiquent l'évolution de la valeur sur la période 1960-1975, d'une vingtaine de timbres « vedettes », mais il ne s'agit pas d'une étude vraiment représentative. Ce n'est donc pas cet aspect que nous retiendrons. L'élément le plus intéressant est, certainement, la présentation des moments forts qui ont marqué le marché philatélique au vingtième siècle.

On découvre ainsi que les difficultés économiques de l'entre-deux guerres ont entraîné une stagnation du marché philatélique, mais que la deuxième guerre mondiale va être l'origine d'importantes modifications. Ainsi, comme le précise les auteurs¹ : « La défaite de 1940 et l'occupation de la France vont être le point de départ du premier âge d'or de la spéculation. L'Allemagne était déjà à cette époque le pays comptant le plus grand nombre de philatélistes. Aussi les occupants, bénéficiant du taux plus que favorable de leur « mark d'occupation », vont provoquer par leurs achats une reprise spectaculaire. Le manque de confiance en une monnaie qui se déprécie sans cesse, le souci de dissimuler certains profits d'origine plus que douteuse vont amener certains Français à choisir le timbre comme valeur-refuge. (...) Les bureaux de poste sont pris d'assaut et les émissions très rapidement épuisées. En quatre ans la plupart des cotes sont multipliées par dix. La situation va continuer jusqu'en 1948 où les cours vont

¹ *Op. cit.*, p.89

brutalement s'effondrer. La demande des collectionneurs ne suffit plus à contrebalancer l'offre des spéculateurs habitués à des prises de bénéfices rapides. »

Ensuite le marché va entrer en léthargie pendant dix ans, de 1948 à 1958, avant d'amorcer une légère reprise puis de connaître, dès 1960, une nouvelle période troublée. Ce sont les timbres EUROPA qui vont être le point de départ d'une nouvelle et brève période d'intense spéculation. Ces timbres d'usage courant étaient émis par plusieurs pays de la Communauté Européenne avec un sujet identique. Lorsque plusieurs autres pays décident de participer à cette série, les collectionneurs anticipent une hausse de la demande sur les anciennes séries EUROPA. La suite des événements est décrite ainsi par P. SALVA et J. CAÏTI¹ : « Les cours montent très vite. On se rue également sur les nouvelles émissions. Comme en 1948 la chute va être très dure. Mais le contexte économique est différent. On perd sur les « EUROPA », on se reporte sur les timbres d'avant-guerre et là les prises de bénéfices sont rapides. On achète aussi des timbres au bureau de poste, on attend quelques mois après le retrait (de cette nouvelle émission) et on gagne 50% sur son capital quand on ne le double pas. Lorsque le « 95 centimes Vitrail de Chartres » est retiré de la vente en octobre 1964, certains astucieux sachant que les stocks non vendus par les P.T.T. sont toujours en vente à la poste de Chartres se précipitent dans cette ville, les acquièrent et revendent le tout le jour même à Paris avec 10% de bénéfice. Devant la demande grandissante, l'administration postale augmente les chiffres des tirages. Si ceux-ci oscillent entre 3 500 000 et 4 000 000 d'exemplaires pour les émissions de 1961, 1962 et 1963, ils vont dépasser les 7 000 000 à partir de 1965. La dernière grande opération à court terme va se dérouler dans les deux

¹ op. cit., pp.90-91.

premiers mois de 1966. Au mois de janvier, les P.T.T. émettent au profit du Musée Postal un bloc sans valeur d'affranchissement dont le prix est de 5 F. Quelques semaines après, le tirage est épuisé et il se négocie à 14 F. C'est le chant du cygne de la spéculation. La hausse artificielle sans rapport avec le manque de rareté de ces émissions va s'arrêter net en 1966 et se transformer en un gigantesque effondrement provoqué par les ventes massives des investisseurs. ... Les timbres émis à partir de 1965 se traitent de nos jours en dessous de la valeur faciale. »

On apprend aussi, qu'à partir de 1966, le marché, débarrassé des spéculateurs, va continuer à progresser. Mais c'est essentiellement les timbres rares qui vont logiquement voir leur valeur augmentée, en tout cas jusqu'au milieu des années 70, date à laquelle s'arrête cette étude, l'ouvrage de P. SALVA et J. CAÏTI étant sorti en 1976.

Toutes ces informations permettent de mieux comprendre les raisons qui influencent la valeur des timbres-poste de collection sur le long terme. Il serait cependant utile de compléter cette approche par une analyse statistique, telle que celle réalisée par J. REYNAUD et A. MASSACRIER.

II) L'ÉTUDE RÉALISÉE PAR J. REYNAUD ET A. MASSACRIER.

Les auteurs définissent l'objet de leur ouvrage de la manière suivante¹ :

« Ce livre est consacré à la présentation de l'étude des prix des timbres-poste de collection émis en France de 1849 à 1900. Cette étude porte sur les prix entre 1904-1978. (...) L'esprit de ce livre c'est de faire une sélection des meilleurs timbres de collection pour permettre : a) au collectionneur de faire des progrès, b) à l'investisseur de savoir comment opérer. »

Ils précisent également que² « les résultats de l'étude de l'évolution et de la formation des prix des timbres-poste concourent à l'accroissement des connaissances sur les prix des biens rares. (...) Le nombre important de prix réunis (206 timbres, 75 années prises en compte) permet une analyse statistique significative de la formation des prix des timbres. Le philatéliste retrouvera dans ces 206 timbres classiques français les aristocrates de sa collection. Le gestionnaire n'oubliera pas que 80% de la valeur d'une collection (...) est concentré dans ces classiques bien qu'il ne représente que 5% du nombre de timbres émis. L'évolution du prix des classiques (émis avant 1900) suffit donc pour connaître l'évolution globale de la valeur d'une collection. »

Partant de ce constat, les auteurs ont réalisé l'analyse statistique suivante : tout d'abord, ils ont collecté les cotes, à partir du catalogue Yvert & Tellier, des 206 timbres de leur échantillon ; puis, ils ont pondéré le prix de chaque timbre par son tirage

¹ *Op. cit.*, p.XVII.

² *Op. cit.*, p.XX.

(c'est-à-dire le nombre d'exemplaires de celui-ci que la poste a émis) afin de prendre en compte la liquidité ; et enfin, ils ont calculé la moyenne des prix pour chaque année. Ils précisent que¹ « Le calcul de la moyenne pondérée s'effectue en multipliant le prix de chaque timbre par son tirage, en additionnant les résultats de ces multiplications, puis en divisant le total par la somme des tirages des timbres. Ceci pour chaque année et pour chaque état (neuf ou oblitéré). »

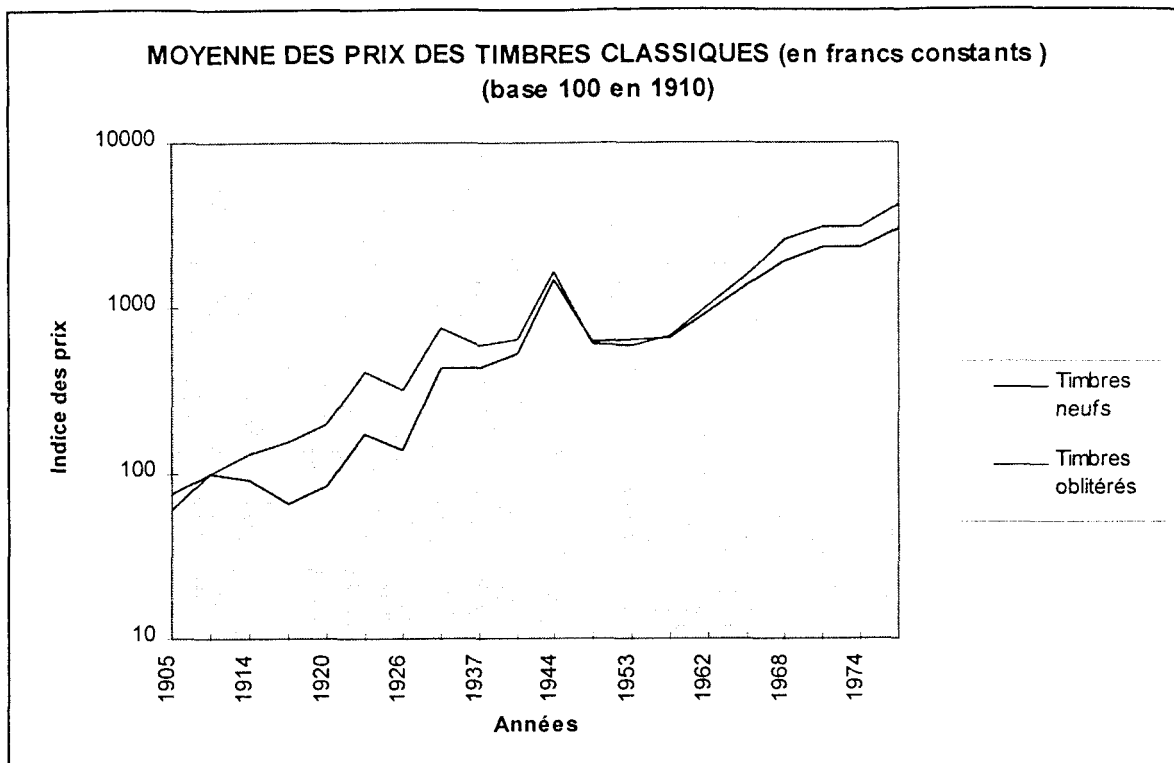
Enfin, ils ont ramené ces résultats en francs constants (francs 1938) , et

l'on obtient le résultat suivant :

Années	Timbres neufs		Timbres oblitérés	
	Prix	Indice	Prix	Indice
1905	18,23	75,60	0,57	59,20
1910	24,12	100,00	0,97	100,00
1914	21,97	91,10	1,27	131,10
1918	15,60	64,70	1,50	155,70
1920	20,36	84,40	1,94	201,30
1922	41,72	173,00	3,95	409,60
1926	33,19	137,77	3,06	317,50
1933	105,88	439,00	7,47	773,50
1937	105,03	435,50	5,78	599,30
1940	126,61	524,90	6,15	636,80
1944	356,32	1477,30	16,26	1684,20
1948	150,33	623,30	5,95	616,70
1953	154,40	640,10	5,78	598,60
1958	160,20	664,20	6,55	678,60
1962	270,74	956,60	10,08	1044,40
1965	327,96	1359,70	15,29	1583,90
1968	469,23	1945,30	25,11	2600,80
1971	567,10	2351,10	29,74	3081,00
1974	569,80	2362,30	30,13	3121,00
1978	729,85	3025,80	40,19	4163,10

TABLEAU N°1

¹Op. cit., p.46.



GRAPHIQUE N°1

On peut donc constater que le prix moyen des timbres neufs a été multiplié par 40, et celui des timbres oblitérés par 70, alors, selon les auteurs, que¹ « le revenu par tête en francs constants (en volume) n'a été multiplié que par 4,9 ». Ce résultat leur permet d'affirmer que « La croissance à long terme des prix des timbres est analogue à la croissance à long terme de l'économie française. Mais son intensité est beaucoup plus forte. »

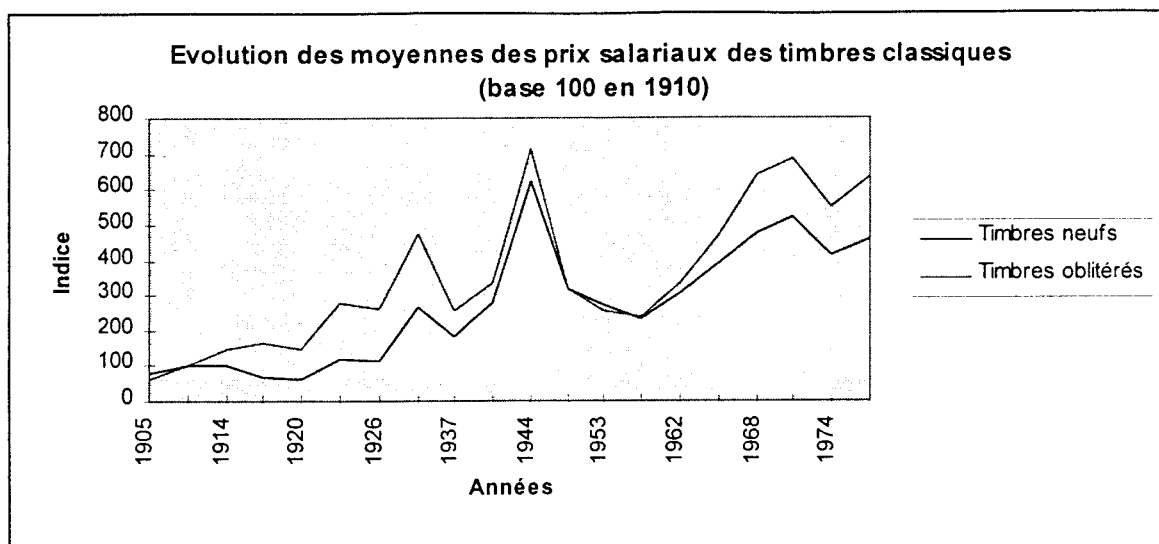
Ils ont ensuite complété l'analyse de l'évolution du prix des timbres, par l'étude des prix salariaux, c'est-à-dire en exprimant le prix d'un timbre en heures de salaire d'un manoeuvre. On se place dès lors sous un angle purement économique, l'objectif étant de savoir si le prix de cette catégorie de bien a été influencé par le

¹ Op. cit., pp.46 et 48.

progrès technique et la diminution des coûts de production. Nous reproduisons ci-dessous les résultats obtenus à titre informatif, mais cet aspect n'intéresse pas directement notre étude.

Années	Timbres neufs		Timbres oblitérés	
	Prix salarial	Indice	Prix salarial	Indice
1905	7,767	81,8	0,241	63,8
1910	9,501	100,0	0,378	100,0
1914	9,553	100,6	0,542	145,0
1918	6,533	68,8	0,628	166,1
1920	5,959	62,8	0,568	150,1
1922	11,107	117,0	1,051	277,9
1926	10,615	111,8	0,979	258,8
1933	25,604	269,5	1,804	476,9
1937	17,374	182,9	0,956	252,8
1940	26,152	275,3	1,269	335,5
1944	59,205	623,2	2,701	713,8
1948	30,166	317,6	1,194	315,5
1953	25,999	273,7	0,972	257,0
1958	22,046	232,1	0,901	238,2
1962	29,191	307,3	1,275	337,0
1965	37,345	393,1	1,741	470,0
1968	45,197	475,8	2,418	639,1
1971	49,334	519,3	2,587	683,8
1974	39,470	415,5	2,087	551,6
1978	43,589	458,8	2,400	634,4

TABLEAU N°2



GRAPHIQUE N°2

Cette étude de J. REYNAUD et A. MASSACRIER a le mérite de proposer une méthode statistique rigoureuse et synthétique. Elle met en évidence la progression rapide des prix des timbres-poste de collection et permet donc d'espérer un rendement élevé. Néanmoins, outre que le risque n'est pas pris en compte, on peut identifier plusieurs limites lors de l'analyse des résultats, si l'on se place sous l'angle de la gestion de patrimoine.

Tout d'abord le choix de l'échantillon est discutable, dans la mesure où il intègre tous les timbres classiques et seulement ceux-ci. En effet, un certain nombre de timbres classiques, de relativement faible valeur, n'ont pas vraiment le caractère d'un placement. Ils intéressent le philatéliste en quête d'exhaustivité, mais l'importance des frais de transactions (dont une partie est fixe) sur ce marché ne permet pas d'espérer une

plus-value . *A contrario*, sont exclus de l'échantillon tous les timbres semi-modernes, alors que certains figurent en bonne place dans une collection de « qualité ».

Ensuite, on peut se demander si l'utilisation des tirages comme critères indicatif de la liquidité est tout à fait pertinent. En effet, établir une relation de proportionnalité entre le tirage initial et le nombre d'exemplaires encore existant n'est déjà pas évident, mais en déduire indirectement un lien avec le nombre de transactions semble encore plus aléatoire. Certes, on se heurte à une contradiction dans la mesure où, d'une part, il n'existe pas d'information chiffrées sur le volume des transactions, et d'autre part, on ne peut pas occulter le critère de la liquidité, mais le lien entre cette dernière et le tirage d'un timbre n'a jamais été démontré.

Il faut noter que les auteurs se plaçaient davantage sous l'angle de l'analyse de l'évolution du prix d'un bien, que sous celui de la gestion de patrimoine à proprement parler. Cependant, leur volonté exprimée de conseiller les investisseurs nous a incité à formuler ces remarques, même si cet ouvrage reste une mine d'information pour les collectionneurs.

Il apparaît donc que la simple observation de phénomènes économiques, tels que l'évolution du prix d'un bien, ne permettent pas de tirer directement des conclusions dans un domaine comme la gestion de patrimoine. Ce dernier répondant à des objectifs propres, en fonction de contraintes spécifiques.

Au-delà des limites que nous avons exposé, cette étude reste la première et, jusqu'alors la plus complète, jamais réalisée sur le thème de l'analyse économique du marché du timbre-poste de collection. Toutefois, elle s'arrête au milieu des années 70 et il serait intéressant de la compléter en rappelant celle réalisé par R. GRANIER¹ et qui se prolonge jusqu'en 1993.

III) L'ÉTUDE RÉALISÉE PAR R. GRANIER

L'objectif de R. GRANIER est de déterminer un indice qui permette de suivre l'évolution des cotes des timbres-poste depuis 1900, mais à partir d'une méthode tout à fait différente de celle mise en oeuvre par J. REYNAUD et A. MASSACRIER.

L'auteur définit sa méthode de la manière suivante² : « Ceux qui s'intéresse à la philatélie ont en un certain sens de la chance : chaque année, des timbres nouveaux apparaissent ; mais il n'en disparaît vraiment jamais. Le catalogue 1938 dénombre 378 timbres. Cote totale des timbres neufs : 1 024,88 F (...). Le catalogue 1939, pour ces mêmes 378 timbres, annonce : cote totale des timbres neufs : 1 273,42 F (...). Ce qui permet de dire que de 1938 à 1939 le TAC (taux d'augmentation des cotes) des timbres neufs a progressé de 24,25% (...). Trente-neuf timbres ont été émis en 1939, si bien qu'au 31 décembre 1939 on se trouve en présence de 417 timbres-poste de France et que c'est sur ces 417 timbres que portera le calcul des TAC 1939-1940 ».

¹ Op. cit.

² GRANIER (Roland), op. cit., p.31.

L'auteur a donc calculé ce TAC pour les timbres neufs, mais aussi pour les oblitérés, puis a utilisé les résultats pour construire, d'une part, l'I.B.C.P. (indice brute des cotes philatélique), d'autre part, l'I.N.C.P., ce dernier étant exprimé en francs constants. Les résultats complets sont donnés dans l'ANNEXE XXI, mais l'on peut rapidement rappeler les principales conclusions. En francs courants, l'I.B.C.P. est passé de 100 en 1950 à 9 088,70 en 1993 pour les timbres neufs, soit une progression très spectaculaire. En francs constants, la progression reste également très importante, l'I.N.C.P. atteignant 649,18. Le titulaire d'une collection comprenant tous les timbres français neufs en 1950 aura vu son capital multiplié par environ six et demi, après déduction de l'inflation, en 1993.

Cependant, l'auteur reconnaît lui-même que ce type d'indice synthétique possède des limites, même si cela ne leur ôte pas pour autant tout intérêt : « Certes, la structure d'une collection varie d'un philatéliste à l'autre (...), aucun philatéliste n'y reconnaîtra exactement la valeur de sa propre collection ; ces indices sont cependant des baromètres, des indicateurs de tendance du marché et des cotes. Supposez que de 1993 à 1994 la valeur de l'I.B.C.P. n'augmente que de 2%, (et) que l'inflation soit de 2% également (...). Cela n'empêchera pas certains collectionneurs de constater que la valeur réelle de leur ensemble de timbres a progressé de 5%, tandis que d'autres noteront une perte de 6 ou 7%. Il n'en reste pas moins que, dans l'ensemble, la plupart des collections connaîtront une quasi-stagnation de leur valeur réelle... »¹.

¹ GRANIER (Roland), *op. cit.*, p.33.

Nous partageons l'opinion selon laquelle ce type d'indice possède effectivement un caractère représentatif et permet de déceler les infléchissements du marché. Néanmoins, les résultats obtenus par R. GRANIER se révèlent difficile à utiliser, dans le cadre de notre étude, pour plusieurs raisons, dont certaines ont déjà été évoquées précédemment. Le premier problème concerne à nouveau le choix de l'échantillon. Si la prise en compte de tous les timbres français (comme le fait R. GRANIER) élimine le risque d'en oublier certain, elle augmente très fortement, en contrepartie, le risque d'intégrer des timbres de très faible valeur unitaire, qui, comme nous l'avons vu, n'intéressent pas la gestion de patrimoine, en particulier lorsque l'on considère que seuls quelques dizaines de timbres (éventuellement quelques centaines) sur les milliers existants, intéressent directement notre étude.

Le second problème découle directement du premier, et concerne la non-prise en compte de la liquidité et des frais des transactions. La plupart des timbres modernes, en particulier ceux émis depuis les années 60, sont très difficiles, voire impossibles, à revendre par un particulier actuellement. En effet, les négociants possèdent des stocks importants de ces timbres, qu'ils n'arrivent à revendre qu'à très bas prix. Or les timbres modernes sont fortement représentés dans l'échantillon analysé par R. GRANIER, ce qui risque d'influencer les résultats.

Les différentes études que nous venons d'exposer fournissent des renseignements très utiles pour mieux comprendre le fonctionnement du marché du timbre-poste de collection. Cependant, leur optique n'étant pas directement celle de la gestion de patrimoine, les résultats obtenus apparaissent difficilement exploitables dans

le cadre d'une analyse rentabilité-risque. Il serait donc intéressant de construire un indice qui tienne qui tiennent compte des remarques précédentes, c'est l'objectif de la prochaine section.

SECTION II : CONSTRUCTION D'UN INDICATEUR DE RENDEMENT :

LE TP 82

La précédente section nous a permis de passer en revue diverses analyses consacrées au rendement d'un placement en timbres-poste de collection, et de préciser leurs limites. Cependant, à la lumière des remarques que nous avons émises lors de l'étude des objets d'art et de collection¹, la principale critique devrait concerner le recours aux statistiques descriptives pour expliquer l'évolution du prix des timbres. En effet, comme pour une peinture ou une estampe, le prix d'un timbre-poste varie fortement selon certaines caractéristiques, telles que son numéro dans le catalogue de cotes (aussi importante que la signature de l'artiste pour une peinture), son état ou sa qualité.

Cependant, il nous semble qu'à la vue de tout ce qui a été dit sur les catalogues de cotes de timbres-poste, il est tout de même possible de construire un indicateur de rendement à partir de celles-ci, en ayant recours aux statistiques descriptives. En effet, l'apparition très rapide des catalogues, les habitudes de négociations, ainsi que l'analyse statistique réalisée précédemment², ont démontré que les cotes étaient de bons indicateurs de l'évolution du prix des timbres, même si elles ne correspondaient pas exactement aux prix relevés lors des transactions. Cette section sera donc consacrée à la construction d'un indice permettant de suivre l'évolution du prix d'un échantillon de timbres. La première étape est relative à la construction de l'indice,

¹ Voir *infra* le troisième chapitre de la première partie

² Voir *infra* p.307.

la deuxième concerne l'analyse des résultats en terme de rendement, et la dernière essaiera d'intégrer le risque.

I) LA CONSTRUCTION DE L'INDICE.

Notre objectif est de construire un indice synthétique qui reflète l'évolution du marché du timbre. Plus précisément, il s'agit d'évaluer le rendement financier d'un placement en timbres-poste de collection et de le comparer à d'autres placements, en particulier des actifs financiers, tels que les actions, les obligations ou l'or. Il faut cependant insister sur le fait qu'il ne s'agit pas de calculer le rendement de tous les portefeuilles de timbres, mais de dessiner la tendance générale du marché ; au même titre d'ailleurs que le CAC 40 reflète l'évolution générale de la bourse, mais n'indique pas le rendement précis d'un portefeuille d'actions.

IL est tout d'abord nécessaire de procéder au choix des timbres qui vont constituer l'échantillon, avant de présenter le calcul de l'indice.

A) LE CHOIX DE L'ÉCHANTILLON.

La construction d'un indice suppose le choix d'un ensemble de valeurs à une date donnée, afin de pouvoir suivre leur évolution dans le temps. Tout d'abord, il faut définir un critère de sélection pour les timbres que nous allons retenir. Notre objectif étant de comparer le timbre-poste à certains actifs financiers, il nous a semblé

opportun de s'inspirer du modèle retenu pour l'élaboration du CAC 40³. Le CAC 40 prend en compte les 40 sociétés cotées à la bourse de PARIS ayant la plus grande capitalisation boursière (c'est-à-dire le nombre de titres multiplié par la cote du titre). L'indice est égal à la somme des capitalisations boursières pondérées par le poids relatif de chaque entreprise cotée par rapport au total, et compte tenu de la liquidité du titre. L'indice est ensuite calculé en faisant le rapport entre la valeur de cette somme à l'instant t et la valeur de cette somme le premier jour (valeur de base), le coefficient 1000 correspondant à l'année 1987.

S'inspirant de cette méthode, il est maintenant nécessaire de déterminer l'année de base pour les timbres-poste. Le catalogue Yvert & Tellier, qui sera notre référence, cote l'ensemble des timbres français existant depuis 1900 et il semble donc intéressant de remonter le plus loin possible dans le temps. Cependant, on ne trouve pas de sources statistiques permettant de comparer les timbres-poste à d'autres actifs financiers avant 1950 (base 100 en 1949). En l'occurrence, il s'agit des indices de l'INSEE relatifs aux valeurs françaises à revenu fixe ou à revenu variable.

Les timbres-poste retenus devront donc répondre à trois contraintes que nous allons étudier successivement.

³ COB : "Rapport sur les indices boursiers", Bulletin COB N° 264, décembre 1992, p.45.

(C.N.I.S.) Conseil National de l'Information Statistique: "Les indices boursiers", Rapport du groupe de travail sur les statistiques boursières, Novembre 1992, p.51.

GREZARD (Jean) : "LE CAC 40 et quelques autres indices boursiers", La revue du trésor N° 1, janvier 1990, p.9

PARIBAS : "Les indices boursiers", Option Finance N° 123 du 27 août 1990, p.24.

1) Etre coté depuis 1949.

Ce qui exclut les timbres émis après cette date, ainsi que ceux émis avant cette date mais qui, pour une raison quelconque n'ont pas été cotés. Cette limite se révèle peu gênante pour les timbres émis après 1949, car ces derniers ont tous une valeur unitaire faible et ne nous auraient de toute façon pas intéressé. En revanche, elle nous a obligé à éliminer quelques timbres, émis avant 1949, mais non cotés à cette date, alors que nous les aurions retenus en fonction des autres critères. C'est par exemple le cas du 262A. Mais cela s'est révélé extrêmement rare.

2) Posséder une valeur unitaire importante.

Afin de sélectionner les timbres ayant la plus grande valeur unitaire, nous avons procédé ainsi à partir du catalogue de cote Yvert & Tellier pour l'année 1993. A cette époque le catalogue Yvert & Tellier cote 2 765 timbres-poste (hors poste aérienne), et donne une valeur à l'état neuf et une valeur à l'état oblitéré. Ces timbres ont été classés en ordre décroissant, non plus par numéro, mais selon la valeur, en neuf puis en oblitéré. A partir de ces deux tableaux nous avons calculé la fréquence relative de la valeur de chaque timbre en neuf (puis en oblitéré), par rapport à la somme des valeurs de tous les timbres neufs et oblitérés. Ce travail nous a permis de constater que l'ensemble des timbres cotés 1000 F ou plus, soit 118 timbres neufs et 34 timbres oblitérés, représentaient environ 93% de la valeur totale. Cela signifie que si l'on compare ces 152 timbres avec le nombre total de timbres émis et cotés à ce jour (soit

2 765 neufs + 2 765 oblitérés), on s'aperçoit que $152 / 5\,530 = 2,7\%$ des timbres en volume représentent 93% des timbres en valeur.

3) Posséder une certaine liquidité.

En effet, les 152 timbres sélectionnés précédemment ne peuvent être jugés représentatifs que s'ils sont régulièrement échangés. Il s'agit probablement de l'aspect le plus délicat dans la mesure où il n'existe aucune donnée statistique permettant de chiffrer les transactions sur le marché des timbres-poste de collection.

A défaut d'informations exhaustives, nous avons cependant pu consulter la base de données, que nous avons constituée, évoquée plus haut⁴. Il faut rappeler que celle-ci recense l'ensemble des transactions réalisées lors de 16 ventes sur offres, entre 1987 et 1994, par les établissements CERES. Au total, cela représente environ 10 000 timbres échangés.

Certes, ce choix n'est pas à l'abri de certains reproches, tels que la référence à un seul négociant ou la période limitée dans le temps (1987-1994). Mais il semble néanmoins répondre à notre objectif pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les établissements CERES font partie des négociants reconnus pour la qualité de leurs ventes sur offres. De plus, il ne s'agit pas de quantifier la liquidité d'un timbre de manière très précise, mais plutôt d'établir un ordre de grandeur, et surtout d'éliminer des timbres qui souffriraient d'une totale illiquidité.

⁴ Voir *infra* p.307.

Nous avons donc recensé pour chacun des 152 timbres retenus, le nombre de transactions dont ils avaient fait l'objet lors des 16 ventes sur offres. Il s'agissait ensuite de définir à partir de quelle limite un timbre était considéré comme suffisamment liquide. L'analyse des résultats a rapidement fait apparaître un groupe de timbres qui n'apparaissaient pas du tout (ou très rarement) lors des ventes (moins d'une fois par an). L'élimination de ces derniers a ramené notre échantillon à 82 timbres dont la liste est donnée ci-dessous avec la fréquence des échanges.

N° Y&T Timbres neufs	Fréquence des transactions	N° Y&T Timbres neufs	Fréquence des transactions	N° Y&T Timbres oblitérés	Fréquence des transactions
1	10	66	11	1	60
3	8	67	22	2	55
11	18	69	10	5	67
12	20	70	17	6	62
13	9	71	17	9	44
14	21	82	10	15	73
17A	8	76	11	18	11
21	13	77	13	33	37
22	20	78	16	47	71
23	10	79	13	49	80
24	9	81	8	62	28
28	11	86	16	76	25
29	10	91	22	257A	13
31	13	92	12	262B	19
32	13	93	21		
34	13	95	34		
35	8	99	39		
36	24	122	35		
38	17	128	41		
47	35	133	49		
48	29	152	9		
49	34	153	10		
52	20	154	11		
53	21	155	16		
54	26	156	42		
55	16	182	79		
56	14	188A	50		
57	12	207	53		
58	15	208	62		
60	24	252	36		
62	11	257A	82		
64	15	262	44		
65	13	262B	24		
		269	47		
		321	41		

TABLEAU N°3

Nous avons retenu ceux qui avaient été vendus au moins 8 fois, certains l'ayant été à plusieurs dizaines de reprises. Le chiffre de huit peut paraître faible, mais il correspond à au moins une vente par an, ce qui est très supérieur à la plupart des autres objets d'art et de collection. De plus, il ne prend pas en compte les ventes qui ont pu avoir lieu, soit lors des ventes sur offres organisées par d'autres négociants, soit lors de ventes aux enchères ou de gré à gré ; il s'agit donc d'un minimum.

C'est à partir de cet échantillon de 82 timbres que sera construit l'indice, désormais appelé le "TP 82".

B) LE CALCUL DE L'INDICE

Une fois l'échantillon déterminé, il fut nécessaire de collecter les cotes de chacun des 82 timbres, de 1949 à 1989. Il existe des catalogues de cotation des timbres-poste depuis la fin du dix-neuvième siècle, mais nous avons choisi le catalogue Yvert & Tellier pour plusieurs raisons. Ce catalogue est un des seuls qui soit présent sans interruption depuis 1900. De plus, et cela fut un élément déterminant dans notre choix, ce catalogue est véritablement une référence pour les philatélistes. Ainsi le confirment divers auteurs, dont SALVA et CAITI⁵, qui indiquent dans la partie consacrée aux catalogues généraux : « A tout seigneur tout honneur, citons d'abord : Yvert & Tellier (...) Largement utilisé hors des frontières, surtout dans les pays francophones, il exerce un quasi-monopole en France, où ses classements et ses cotes ont été adoptés par l'ensemble des professionnels et l'immense majorité des amateurs. »

⁵ SALVA Patrice, CAITI Jean, *op. cit.*, p.65.

On trouve également un commentaire dans l'ouvrage de MASSACRIER⁶, dans la partie consacrée au choix du catalogue : "Si MAURY était le catalogue dominant de la période 1865-1908, ce rôle revient incontestablement à Yvert & Tellier pour la période de 1904-1975. Le sérieux de ce catalogue produit par la collaboration entre Yvert & Tellier et la maison Champion est mis en évidence dès 1920 ; depuis, la majorité des négociants se réfèrent à ce catalogue (...) Celles-ci sont considérées à l'étranger à l'égal de celles établies par Scott, Stanley-Gibbons, Michel. Les cotes d'Yvert & Tellier sont représentatives des prix pratiqués sur le marché philatélique (...)".

Enfin, le catalogue Yvert & Tellier est disponible informatiquement, pour tous les timbres, sur la période 1900-1994 ; ce qui a largement facilité l'accès à l'information.

Cependant, l'objectif étant d'utiliser une méthode proche de celle mise en oeuvre pour le calcul du CAC 40, on ne pouvait pas construire le TP 82 à directement partir des cotes. Il fallait prendre en compte, la valeur unitaire de chaque timbre et la liquidité. De plus, les timbres étant, comme tous les objets d'art et de collection, soumis à des coûts de transaction beaucoup plus élevés que les actifs financiers, il est nécessaire de prendre en compte cette différence en vue d'une comparaison ultérieure.

⁶ MASSACRIER Alain : "Prix des timbres-poste français classiques", éditions MAURY, 1978, p.12.

1) La pondération liée à la valeur unitaire

La prise en compte de la valeur unitaire par rapport au total est important dans la mesure où il est nettement plus facile pour un timbre coté 1 000 francs d'augmenter de 50%, que pour un timbre coté plus de 10 000 francs. La cote de chaque timbre sera donc, pour chacune des années, multipliée par un coefficient égal à la valeur unitaire du timbre divisée par la somme des valeurs des 82 timbres de l'échantillon.

2) La pondération liée à la liquidité

Concernant la liquidité, notre seule référence est le tableau présenté ci-dessus. Chaque timbre s'est donc vu attribuer un coefficient égal au nombre de transactions dont il a été l'objet, divisé par le nombre total de transactions. Ce coefficient a été appliqué aux cotes d'un timbre de 1949 à 1989. Le premier reproche que l'on pourrait adresser à cette méthode concerne l'utilisation de chiffres aussi approximatifs que ceux retenus pour quantifier les transactions. Certes, il s'agit d'approximations, mais l'on peut supposer, qu'en tout cas, ils définissent un ordre de grandeur et vont donc permettre de différencier un timbre vendu 8 ou 10 fois, d'un timbre vendu 50 fois. Sous cet angle, on peut considérer que les coefficients obtenus seront effectivement représentatifs de la liquidité.

Le deuxième reproche concerne l'extrapolation de chiffres obtenus sur la période 1987-1994 à la période 1949-1994. Dans ce cas, le risque principal réside dans l'existence de phénomènes de mode qui limiteraient le caractère représentatif de la

période 1987-1994. Ceux-ci ont probablement existé, par exemple pendant la période spéculative qui a affecté les timbres modernes et semi-modernes au début des années soixante, et il faudra tenir compte de cette limite lors de l'analyse des résultats ; mais ces informations étant les seules disponibles, il nous faut accepter cet inconvénient.

Par ailleurs, il faut indiquer que les timbres présents dans l'échantillon ont tous, par définition, été émis avant 1949. Cela signifie qu'à partir de cette date, les stocks disponibles ne peuvent plus changer, ou en tout cas ne peuvent plus augmenter, la seule possibilité étant la raréfaction à la suite de la destruction physique ou du rachat par un musée par exemple. L'offre étant quasiment inélastique, seule l'évolution de la demande pourra expliquer les variations qui pourront affecter le nombre de transactions, en particulier lorsque l'on sera en présence de phénomènes de mode, ce qui nous ramène au cas précédent.

3) La pondération liée aux coûts de transaction

Le problème des coûts de transaction a déjà été évoqué comme un obstacle à la liquidité, dans la mesure où il grève fortement le rendement. Il semble donc logique que le calcul d'un indice, permettant d'évaluer le rendement d'un placement en timbres-poste de collection, prenne en compte cet aspect. Ces coûts de transaction ne sont pas fixes, en particulier lors d'une vente de gré à gré, mais nous avons pu les évaluer à environ 25% lors d'une vente sur offres ou aux enchères. Ce chiffre semblant assez représentatif, un coefficient 0,75 a donc été appliqué aux cotes des timbres à partir

de 1950, notre base 100 étant en 1949. Ainsi considère-t-on qu'un timbre acheté à la cote en 1949 a rapporté 75% de sa cote à son propriétaire les années suivantes.

Tous ces éléments posés, il est maintenant possible de calculer la valeur du TP 82 sur la période 1949-1994.

4) Le calcul du TP 82

La cote de chaque timbre a donc été multiplié, pour chaque année de 1949 à 1994, par deux coefficients de pondération : le premier traduisant la valeur unitaire et le second traduisant la liquidité. Puis, le résultat obtenu a été multiplié par 0,75 de 1950 à 1994.

On a ensuite calculé la somme des valeurs pour chaque année afin de calculer l'indice selon la formule :

$$I_n = 100 \times \frac{V_n}{V_0}$$

Avec I_n : valeur de l'indice l'année n,

V_n : Somme des cotes pondérées et coefficientées l'année n

V_0 : Somme des cotes pondérées et coefficientées l'année de base (c'est-à-dire 1949).

Par exemple, sachant qu'en 1949, année de base, la somme des valeurs coefficientées de l'échantillon est égale à V_0 (soit 0,9885), et qu'en 1970 elle est égale à 6,06675 :

En 1970, le TP 82 est égal à : $6,06675 / 0,9885 * 100 = 613,8$

Sur la période 1949-1994, le TP est donc égal à :

Années	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958
TP 82	100	83	82	78	79	80	80	79	82	93
Années	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
TP 82	118	142	157	179	205	242	315	388	473	494
Années	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
TP 82	521	614	702	757	761	808	1016	1150	1433	1627
Années	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
TP 82	1950	2410	2930	3638	3943	4259	4424	4500	4486	4506
Années	1989	1990	1991	1992	1993	1994				
TP 82	4661	4647	4630	4697	4733	4776				

TABLEAU N°4

Grâce au TP 82, nous possédons maintenant un indice relatif à l'évolution du prix des timbres-poste de collection. La prochaine étape va donc concerner l'analyse des performances financières de ce bien, et la comparaison à d'autres formes de placements.

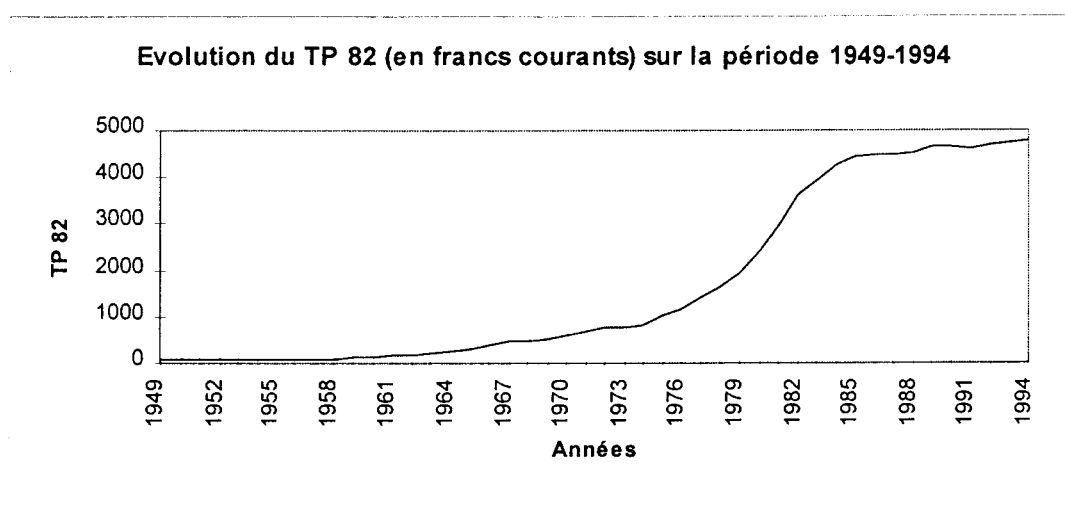
II) ANALYSE DES RÉSULTATS

Nous allons étudier le comportement du TP 82 en francs courants, puis en francs constants, avant de le comparer à d'autres formes de placements.

A) Analyse du TP 82 en francs courants sur la période 1949-1994

Le choix de 1949 comme base de départ tient pour partie, comme nous l'avons déjà indiqué, à l'absence de sources statistiques pour les autres placements avant cette date. Elle correspond également à la date choisie par R. GRANIER dans son étude, celui-ci précisant qu'« à cette date, la France est « reconstruite » et débute une ère (vingt-cinq ans !) de croissance économique exceptionnelle. La philatélie a depuis longtemps atteint sa maturité et va pouvoir se développer dans un cadre économique marqué par l'élévation des niveaux de vie et le développement de l'épargne.». Enfin, si l'on se réfère à l'étude de J. CAITI et P. SALVA, on constate que ce choix nous place au début d'une période de stagnation qui a suivi le krach de 1948, c'est -à-dire au début d'un cycle, et non pas en plein milieu, ce qui est nettement préférable.

Graphiquement, on obtient le résultat suivant :



GRAPHIQUE N°3

Ce graphique laisse apparaître plusieurs périodes et semble globalement coïncider avec l'analyse réalisée par CAÏTI et SALVA, par exemple, mais également avec les propos que tiennent les professionnels que nous avons interrogés. On peut les décomposer ainsi :

- 1948-1958 : c'est la stagnation après le krach de 1948⁷ ;
- 1958-1976 : une reprise s'amorce. On s'accorde généralement à penser qu'elle est liée à l'augmentation générale du niveau de vie des Français, qui peuvent ainsi consacrer une plus grande part de leurs revenus aux placements et aux loisirs, cela favorisant le timbre-poste qui a cette double utilité. Il faut cependant remarquer que la courbe ne fait pas apparaître l'épisode spéculatif du début des années 60, dans la

⁷ Voir *infra* p.333

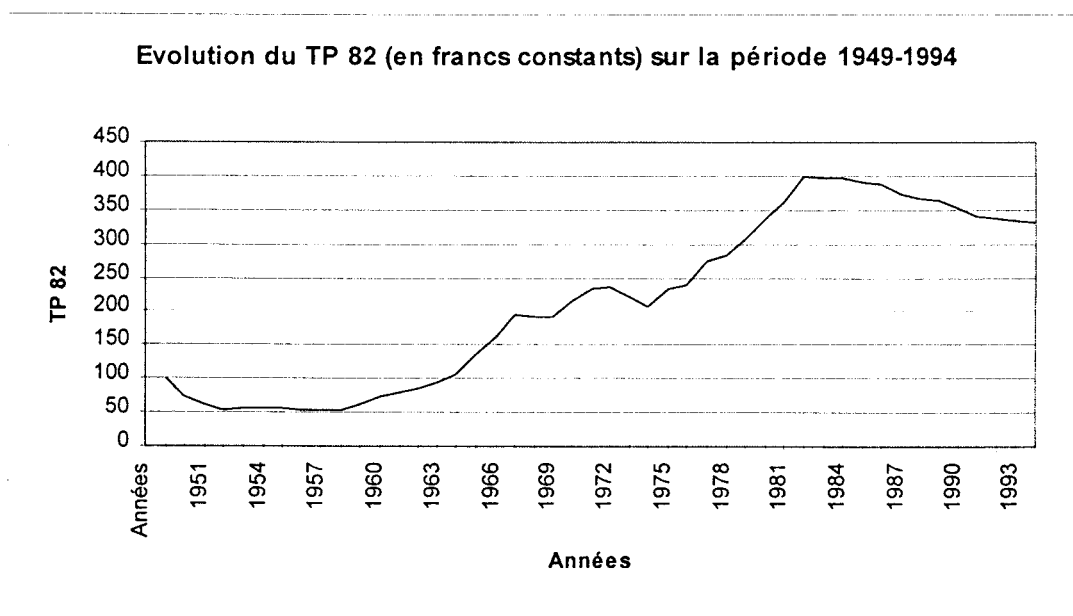
mesure où celui-ci a essentiellement affecté les timbres modernes qui ne sont pas présents dans notre échantillon.

- 1976-1982 : progression extrêmement rapide, le timbre-poste de collection devient une valeur-refuge après le premier choc pétrolier, et les spéculateurs reviennent.
- 1982-1986 : très net ralentissement de la croissance. Les difficultés économiques persistantes éloignent de nombreux philatélistes du marché et les spéculateurs se retirent.
- 1987-1994 : période de quasi-stagnation. L'absence générale de reprise économique continue à affecter le marché du timbre-poste de collection. Il faut remarquer que le marché de l'art qui, lui, a connu une période d'euphorie jusqu'en 1989-1990, a aussi été touché à partir de 1991 par une crise très forte qui perdure actuellement. Le timbre aura connu une progression, mais également une chute, moins brutale, ce qui peut paraître préférable à certains investisseurs.

La deuxième étape concerne l'analyse du TP 82 en francs constants.

B) Analyse du TP 82 en francs constants sur la période 1949-1994

Graphiquement, on obtient le résultat suivant :



GRAPHIQUE N°4

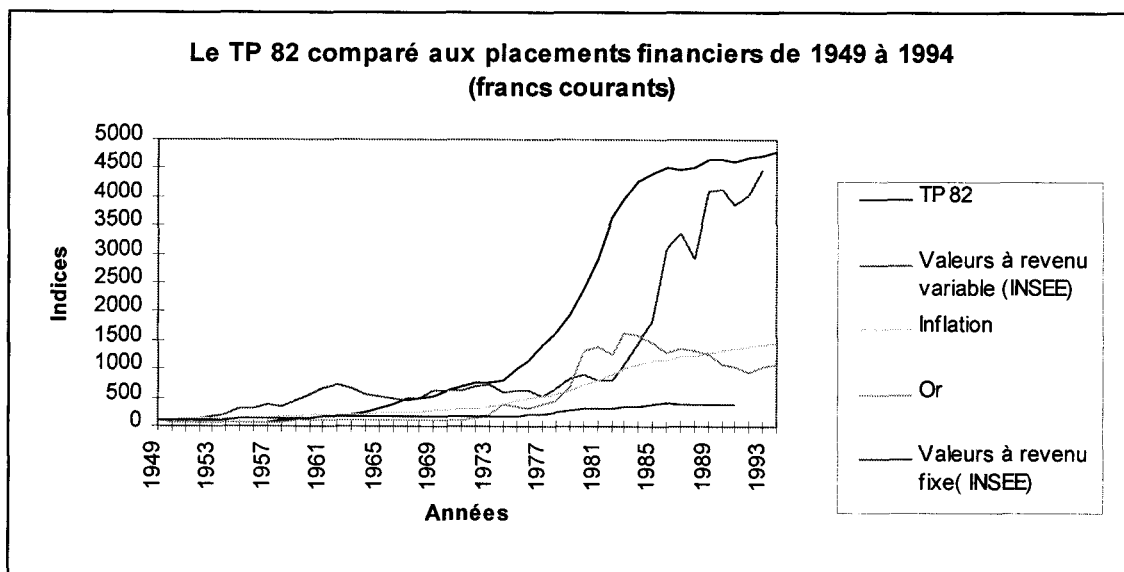
Il apparaît que le timbre-poste de collection a été un bon rempart contre l'érosion monétaire sur la période 1964-1984 (exception faite de la période 1972-1974), mais qu'il perd du terrain par rapport à l'inflation depuis 1984. Ce qui implique qu'un investisseur qui a acheté au début des années quatre-vingts, n'a pas conservé son pouvoir d'achat. Cette observation confirme l'existence de difficultés sur le marché du timbre depuis le début des années quatre-vingts et ajoute une touche un peu plus sombre dans ce tableau.

Il serait maintenant intéressant de comparer le TP 82 avec d'autres formes de placement.

C) LE TP 82 COMPARÉ AUX AUTRES FORMES DE PLACEMENT

Cette comparaison va avoir lieu sur trois périodes différentes, directement conditionnées par les sources statistiques. En effet, la comparaison du timbre-poste avec l'inflation, l'or ou les valeurs à revenu fixe depuis 1949 ne pose pas de problème. Cependant les indices relatifs aux performances des actions ont, eux, changé plusieurs fois. A partir de 1949, on peut suivre l'indice général des valeurs à revenu variable calculé par l'INSEE, mais il serait également intéressant de le comparer avec le CAC 240 apparu en 1961 et avec le CAC 40 calculé depuis 1987. L'ensemble des indices a donc été calculé selon trois bases : 1949, 1961, 1987, ce qui nous donne les résultats suivants.

1) Analyse sur la période 1949-1994

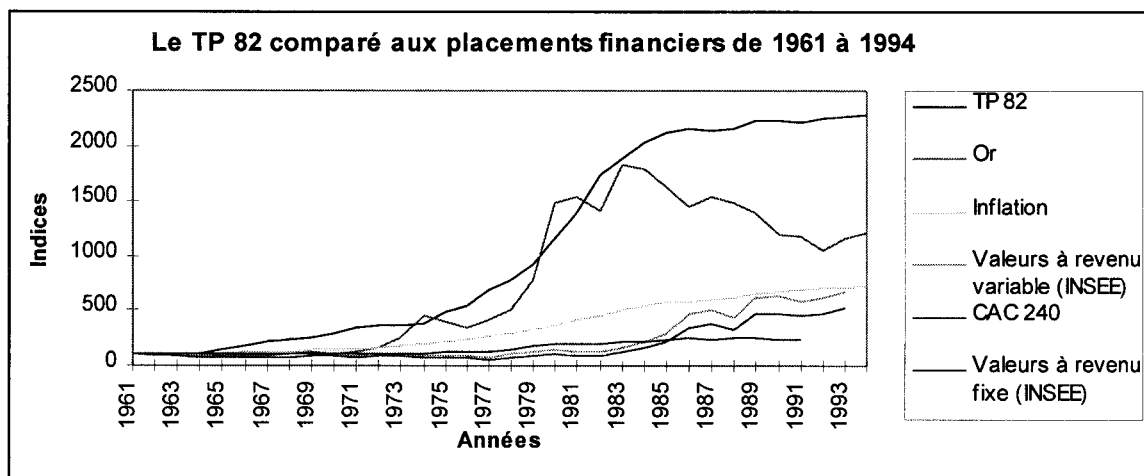
GRAPHIQUE N°5

Ce graphique reste favorable à un placement en timbres pour un investisseur qui aurait acheté avant le début des années quatre-vingts, mais incite plutôt de se tourner vers les actions depuis cette période. En effet, la valeur des actions croît rapidement depuis quinze ans, même s'il s'agit d'une croissance en dents de scie, alors que le timbre connaît une période de stagnation.

Afin d'approfondir cette analyse, il faut intégrer un indice supplémentaire, apparu en 1961, le CAC 240.

2) Analyse sur la période 1961-1994.

La prise en compte de ce nouvel indice nous oblige à recalculer l'ensemble des indices en base 100 en 1961. On obtient alors le résultat suivant :



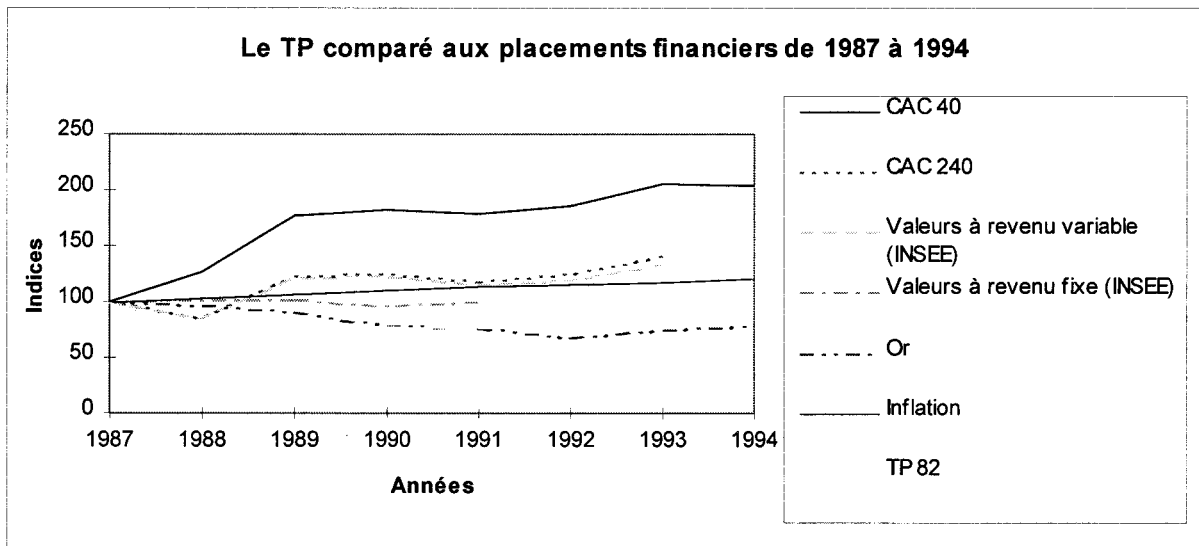
GRAPHIQUE N°6

Le CAC 240 se révèle finalement très proche de l'indice général des valeurs à revenu variable calculé par l'INSEE et n'apporte par vraiment d'information supplémentaire. Le TP 82 continue à dominer les autres indices sur le long terme même s'il est rattrapé par l'or en 1974 et sur la période 1979-1981, mais l'écroulement des cours de celui-ci pendant les années quatre-vingts n'en fait pas un adversaire dangereux.

Il reste enfin à intégrer le dernier indice relatif aux actions, calculé depuis 1987, le CAC 40.

3) Analyse sur la période 1987-1994

De nouveau, la prise en compte de ce nouvel indice, nous amène à recalculer l'ensemble des indices sur une nouvelle base : 1987. On obtient alors le résultat suivant :



GRAPHIQUE N°7

Comme on pouvait s'y attendre, le TP 82 se révèle peu performant par rapport à ses concurrents lorsque l'on prend une base de calcul dans les années quatre-vingts. La quasi-stagnation du marché ne permet pas à un investisseur d'amortir les coûts élevés de transaction qu'il supporte. Par ailleurs, le mode de calcul retenu pour le CAC 40 donne une image plus favorable aux placements en actions, par rapport à ses prédécesseurs comme le CAC 240.

L'analyse des graphiques précédents nous a donc permis d'identifier les différents cycles qui caractérisent le marché du timbre-poste de collection depuis 1949, et de comparer les performances de ce type de bien avec celles des placements financiers traditionnels, sur différentes périodes, afin d'intégrer la plupart des indices existants. Il semble qu'un placement en timbres-poste ait été plus rentable que n'importe lequel de ses concurrents pour un achat réalisé avant le début des années 80, mais que la situation soit moins favorable depuis cette date. Toutefois, cette analyse se fonde uniquement sur le critère de la rentabilité ; nous allons donc essayer de la compléter en intégrant l'autre dimension essentielle en gestion de patrimoine : le risque.

III) LA PRISE EN COMPTE DU RISQUE

Nous avons vu que différentes formes de risque étaient attachées à un actif comme le timbre-poste de collection : risque lié à l'authenticité, à l'altération physique, au vol, mais également risque financier. Pour la plupart, ils sont impossibles à quantifier, sauf le risque financier qui est égal à l'écart-type des rendements constatés. Or le TP 82, ainsi que les autres indices déjà cités, nous indiquent le taux de rendement annuel de ces différents placements. Le calcul de l'écart-type de ces derniers peut donc nous donner une estimation du risque financier qui les caractérise, en vue d'une comparaison.

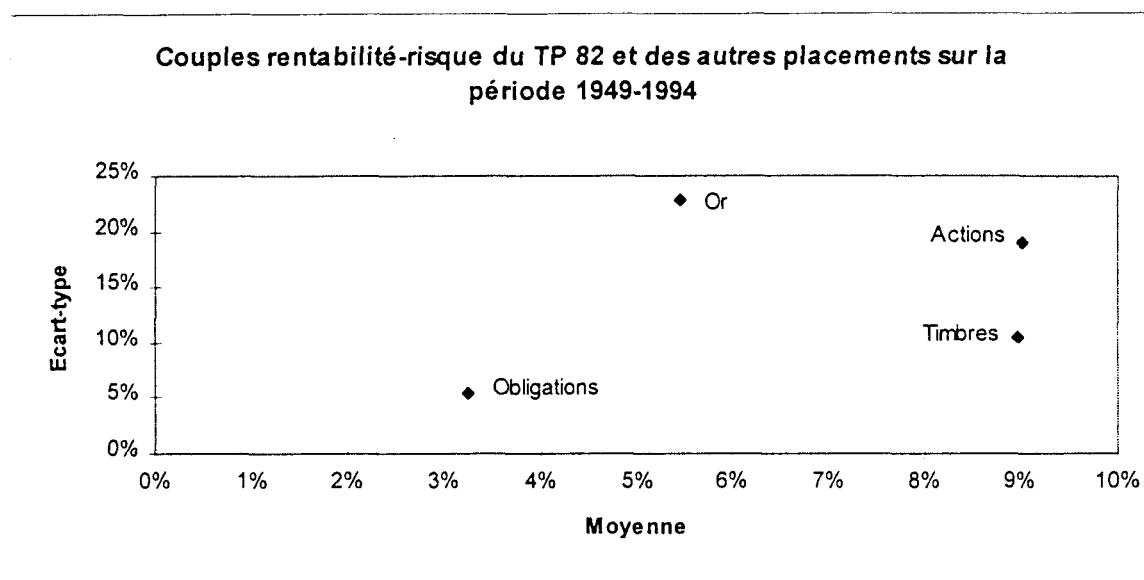
Nous avons donc calculé pour chaque indice, le rendement sur la période 1949-1994 par la formule des intérêts composés, ainsi que l'écart-type des variations annuelles, afin de définir le couple rentabilité-risque de chaque placement. Le tableau ci-après récapitule les résultats obtenus.

Période 1949-1994	Rendement	Ecart-type des variations annuelles
TP 82	8,97%	10,49%
Valeurs à revenu variable (INSEE)	9,02%	18,99%
Or	5,45%	22,85%
Valeurs à revenu fixe (INSEE)	3,24%	5,43%

TABLEAU N°5

On constate que sur une période de près d'un demi-siècle, et malgré l'importance des coûts de transaction, le timbre-poste de collection se place très honnêtement par rapport à ses concurrents. Son rendement est très proche de celui des actions (avec un risque moins élevé), et plus élevé que celui de l'or (avec à nouveau un risque plus faible). Face aux obligations, il est deux fois plus risqué, mais trois fois plus rentable.

Graphiquement, on obtient le résultat suivant :



GRAPHIQUE N°8

Certes, les graphiques relatifs à l'évolution du TP 82 sur cette période laissaient prévoir de bons résultats en terme de rendement, mais il est surtout instructif de constater que le TP 82 se comporte très bien face au risque financier. On pourrait nous objecter que le choix de la période est favorable au timbre-poste de collection, mais la même analyse sur une période plus récente donne des résultats semblables, comme le montre le tableau ci-dessous :

Période 1961-1994	Rendement	Ecart-type des variations annuelles
TP 82	9,95%	10,51%
Or	7,88%	25,65%
Valeurs à revenu variable (INSEE)	6,17%	19,18%
CAC 240	5,38%	19,49%
Valeurs à revenu fixe (INSEE)	3,01%	5,89%

TABLEAU N°6

Cette fois, le timbre fournit le rendement le plus élevé avec un risque inférieur à tous les autres placements, sauf les obligations, mais ces dernières proposent un rendement très inférieur.

Il reste que si ce calcul était réalisé sur une période commençant dans les années 80, les résultats seraient alors beaucoup moins favorables pour le timbre-poste, au moins en terme de rendement. Cela est dû, comme nous l'avons vu, aux difficultés que connaît le marché philatélique depuis une quinzaine d'années, mais surtout à l'importance des coûts de transaction, ces derniers étant pris en compte lors du calcul du TP 82. C'est d'ailleurs l'importance de ces frais qui oblige l'investisseur à considérer le timbre-poste de collection comme un placement à long terme, et qui rend inintéressant le calcul d'un rendement à court terme. Nous avons réalisé ce calcul sur la période 1987-1994 pour prendre en compte le CAC 40, mais il est certain qu'en perdant 25% de son capital, dès le départ, en frais de transaction, l'investisseur doit attendre un certain temps que son placement se valorise avant de revendre, s'il veut espérer une plus-value. Tout cela semble montrer qu'un calcul sur le court terme n'est pas révélateur et que le couple rentabilité-risque d'un actif comme le timbre-poste de collection doit s'analyser sur le long terme. Et dans ce cas, le timbre semble un bon placement.

On pourrait d'ailleurs s'étonner qu'un bien comme le timbre-poste de collection propose un rapport rentabilité-risque aussi favorable, dans la mesure où cela contredit, apparemment, les conclusions de W. BAUMOL, que globalement d'ailleurs nous

partagions⁸. En effet, pourquoi encore acheter des actions ou des obligations alors que le timbre-poste est plus rentable, plus sûr, et procure une satisfaction psychologique et esthétique ? Il est probable que l'explication réside surtout dans le fait, qu'à nouveau, nous n'avons pris en compte dans nos calculs que le risque financier. Or, si c'est essentiellement ce dernier qui touche les actions ou les obligations, ce n'est pas le cas pour les timbres-poste de collection. En effet, ces derniers risquent, eux, d'être volés, abîmés ou même détruits, mais surtout ils peuvent être faux, ou plus généralement ne pas être d'aussi bonne qualité qu'on le croyait. Nous avons vu que l'acheteur peut se prémunir contre ce risque en demandant des certificats d'expertise, mais il n'en reste pas moins que si celui-ci n'est pas un philatéliste averti (au moins un minimum), ce risque ne peut être tout à fait écarté.

Un investisseur qui cherche seulement une forme originale de placement, mais qui n'est pas un collectionneur, va donc percevoir le timbre-poste de collection avec un degré élevé de risque, bien au-delà du risque financier que nous avons défini tout à l'heure. C'est certainement ce qui explique que le marché philatélique, même s'il est dynamique, reste un marché de connaisseurs.

Cette section nous a permis, d'une part, de présenter la méthodologie qui a servi à la construction du TP 82, d'autre part, d'observer le comportement de cet indicateur de tendance, en terme de rendement, mais également de risque. Il faut maintenant tirer certaines conclusions dans le cadre de notre étude.

⁸ Voir *infra* p.214.

IV) CONCLUSION

En l'absence d'informations précises sur le rendement d'un placement en timbre-poste de collection, il était nécessaire de construire un indice permettant d'analyser les performances de cette catégorie de bien. Cet indice a été élaboré à partir des cotes d'un échantillon de timbres, en suivant une méthodologie proche de celle utilisée pour le CAC 40.

Les timbres qui constituent l'échantillon ont été sélectionnés en fonction de trois critères : être émis avant 1949, l'objectif étant d'observer l'évolution des prix sur le long terme ; posséder une valeur unitaire minimum, fixée dans le cas présent à 1 000 francs, et posséder également une certaine liquidité, celle-ci étant évaluée à partir du nombre de transactions enregistrées lors des ventes sur offres. Le résultat final est un ensemble de 82 timbres, dont les cotes sont additionnées chaque année à partir de 1949, cette année servant de base de référence. Cependant, afin de se rapprocher de la réalité, la somme initialement calculée a été pondérée par plusieurs coefficients ; l'objectif étant de prendre en compte trois facteurs : la valeur unitaire des timbres, la liquidité, et l'impact des coûts de transactions.

L'indice ainsi calculé a été intitulé « TP 82 ». L'analyse de son évolution entre 1949 et 1994 fait apparaître plusieurs phases, en particulier une forte progression jusqu'au début des années 1980, puis une stagnation depuis cette date. On retrouve d'ailleurs ce phénomène lors de la comparaison avec d'autres placements (actions, obligations, or). En effet, le timbre-poste de collection apparaît comme le placement le plus rentable jusqu'au début des années 1980, mais il est rattrapé par les actions (ainsi que par l'inflation) après cette date.

Enfin, le TP 82 a été comparé aux indices des autres placements en fonction du couple rentabilité-risque. Les résultats, calculés sur le long terme, donnent l'avantage à un placement en timbres-poste de collection. Cependant, tout laisse à croire que le même type de calculs, réalisés sur le court terme, aboutirait à une conclusion inverse. En effet, l'importance des coûts de transaction (environ 25% du prix de vente) implique de conserver longtemps un timbre si l'on veut réaliser une plus-value.

L'analyse du TP 82 nous a permis de tirer un certain nombre de conclusions sur l'opportunité d'un placement en timbres-poste de collection. Cependant, cet indice correspond à l'évolution du prix d'un timbre standard, et ne tient pas compte des différences de qualité. Il serait donc intéressant de compléter cette étude en utilisant une méthodologie qui intègre cette dimension. Nous avons vu précédemment qu'il existe une technique qui répond à cet objectif, il s'agit des régressions hédonistiques, qui vont être mises en oeuvre dans la prochaine section.

SECTION III : ANALYSE D'UN PLACEMENT EN TIMBRES-POSTE DE
COLLECTION PAR LA MÉTHODE DES RÉGRESSIONS
HÉDONISTIQUES

Nous avons pu, grâce au rôle spécifique des catalogues de cotes sur le marché du timbre-poste de collection, analyser la rentabilité et le risque d'un placement en timbres de collection par le biais d'un modèle descriptif. Toutefois, les cotes, qui ont servi de base à cette étude, sont données pour une catégorie particulière de timbres : il s'agit des timbres, neufs ou oblitérés, de qualité standard, que l'on appelle « très bonne » en philatélie, par opposition avec « bon », « très très bon » et « superbe ». Par ailleurs, les timbres neufs doivent, par exemple, posséder leur gomme d'origine. Or, les timbres échangés sur la marché philatélique sont loin de tous correspondre à cette description. On les trouve dans tous les états, neuf ou oblitérés, mais aussi sans gomme, avec trace de charnière, etc., et dans toutes les qualités, de simplement « bon » à « superbe ».

Il faudrait compléter les résultats obtenus grâce aux modèles descriptifs en utilisant une méthode qui prend en compte les différences d'état et de qualité. Nous avons vu qu'une telle technique a déjà été utilisée pour analyser les placements en peintures, en estampes ou en vin¹ ; il s'agit des régressions hédonistiques. Nous avons analysé, avec cette technique, plusieurs échantillons extraits d'une base de données déjà évoquée précédemment².

¹ Voir infra p.192

² Voir infra p.307

On peut rappeler que celle-ci a été constituée à partir des résultats de vingt-cinq ventes sur offres, réalisée par la maison CERES entre 1987 et 1994. Il s'agit donc bien de prix de vente, et non plus de cotes, relatifs à des timbres de collection de qualité très variable. Cependant, il s'agit bien de timbres de collection : cela signifie que seuls quelques centaines de numéros (tous émis, sauf quelques très rares exceptions, avant 1945) sont présents, sur les milliers de timbres existants. En effet, chaque timbre doit posséder une valeur unitaire minimum pour être proposés en vente sur offres, si le négociant veut couvrir les frais liés à l'organisation d'une telle vente.

Nous allons étudier en détail les échantillons sélectionnés et les résultats obtenus, mais auparavant, il nous faut rappeler les principes de la méthode mise en oeuvre.

I) LA MÉTHODOLOGIE DES RÉGRESSIONS HÉDONISTIQUES

Ainsi que nous l'avons déjà indiqué, le principe de base est de considérer que la valeur d'un bien est égale à la somme des valeurs de ses caractéristiques. L'étape suivante consiste donc à identifier les caractéristiques qui peuvent influencer la valeur d'un timbre, ainsi que les différentes formes que celles-ci peuvent prendre.

Dans le cas présent, l'équation qui servira de base au modèle, est la suivante :

$$\ln P_i = \sum_j \beta_j X_{ji} + \sum_t \gamma_t Y_{ti} + \sum_\tau \delta_\tau V_{\tau i} + \sum_h \phi_h Z_{hi} + \varepsilon_i$$

Dans cette équation, P_i est le logarithme népérien du prix du ième timbre, X_j, Y_t, V_τ , et Z_h sont des variables muettes représentant respectivement l'état j (X_j prend la valeur un si le timbre est vendu dans l'état j , 0 autrement), la qualité t (Y_t prend la valeur un si le timbre est vendu dans la qualité t , 0 autrement), le numéro τ (V_τ prend la valeur un si le timbre vendu est un numéro τ , 0 autrement), l'année de vente h (Z_h prend la valeur un si le timbre est vendu l'année h , 0 autrement).

$\beta_j, \gamma_t, \delta_\tau$ et ϕ_h sont des coefficients estimés, ε_i est le terme de l'erreur.

Un philatéliste averti pourra être surpris par le nombre très limité de variables explicatives retenues. En effet, la lecture d'un catalogue de vente sur offres (cf. ANNEXE XV) en laisse apparaître beaucoup d'autres, telles que la qualité du centrage, le type d'oblitération (pour les classiques), la signature d'un expert, la présence d'un défaut... L'explication de ce choix est triple. Premièrement, certaines variables, telles que les défauts, ne sont pas répertoriées de manière exhaustive et ne sont donc pas codifiables, ou alors très difficilement. En fait, les timbres pour lesquels était indiqué un défaut qui diminuait fortement leur valeur ont été éliminés de l'échantillon.

Deuxièmement, certaines variables ne sont pas observables sur tous les timbres. Le type d'oblitération, par exemple, n'est indiqué que pour les premiers classiques. De même, la qualité du centrage n'est pas précisée pour tous les lots mis en vente. Il est donc impossible de les prendre en compte.

Enfin, la constitution de la base de données, en tenant compte uniquement des quatre variables indiquées précédemment, a déjà demandé plusieurs mois de travail. Or, l'intégration d'autres variables aurait très fortement allongé cette durée sans que l'on possède la garantie que le supplément d'information soit significatif. Il semblait donc plus réaliste et plus pertinent de tester le modèle en se limitant à ces quatre variables, afin d'évaluer la qualité de ce premier modèle, tout en se réservant la possibilité d'améliorer celui-ci ultérieurement.

Le modèle étant maintenant défini, nous allons examiner plus en détail les variables explicatives retenues dans le cadrer de cette étude.

A) L'ÉTAT DU TIMBRE

Il existe une certaine unanimité chez les philatélistes pour définir cinq états possibles pour un timbre, ainsi que sur la symbolique utilisée. Nous y avons déjà fait référence lors de l'étude du contenu des catalogues de cotes¹, mais un bref rappel est nécessaire. Ces cinq états sont les suivants :

- ** le timbre est neuf, gomme d'origine intacte sans trace de charnière ;
- * le timbre est neuf et la gomme est d'origine, mais on peut observer une charnière ou une trace de charnière ;
- (*) le timbre est neuf sans gomme ;
- Obl** le timbre est oblitéré mais seul (décollé de l'enveloppe d'origine) ;
- ✉ le timbre est oblitéré et encore collé sur l'enveloppe d'origine (il peut éventuellement s'agir d'un fragment d'enveloppe).

Cette codification est extrêmement précieuse lors de l'évaluation d'un timbre, les timbres neufs valant généralement plus cher que les autres. Cela est toujours vrai par rapport aux timbres avec charnières ou sans gomme, et se confirme presque systématiquement avec les oblitérés. Il est plus difficile d'établir une règle sans faille pour les timbres sur lettres, dans la mesure où certaines marques postales, qui servaient à l'affranchissement du courrier, en particulier au XIX^{ème} siècle, sont très recherchées. Celles-ci peuvent augmenter considérablement la valeur d'un lot lors d'une vente, sans

¹ Voir infra p.250

qu'il soit toujours possible de dire si c'est le timbre ou la marque postale qui est à l'origine de ce supplément de prix, ou en tout cas dans quelle proportion. Souhaitant néanmoins conserver cette modalité, nous avons uniquement retiré de l'échantillon les cas extrêmes, tels que les enveloppes affranchies en janvier 1849 qui atteignent des prix records, afin de ne pas trop diminuer le pouvoir explicatif du modèle.

Une fois défini l'état d'un timbre, il faut également préciser sa qualité, celle-ci étant également très variable, comme nous allons le voir.

B) LA QUALITÉ DU TIMBRE

En philatélie, un timbre de qualité correcte est qualifié de « très beau ». Ce vocable peut être à l'origine d'une certaine confusion pour un non-connaisseur, dans la mesure où il désigne un timbre qui, certes, n'a pas de gros défauts, mais qui en tout cas n'a rien d'exceptionnel. Au total, on distingue quatre niveaux de qualité dans une vente sur offres : beau (B), très beau (TB), Très très beau (TTB) et Superbe (Sup).

Une remarque s'impose quant à l'adjectif « beau ». Sachant que « très beau » correspond à une qualité correcte, sans plus, cela signifie qu'un timbre indiqué comme « beau » risque de présenter des défauts. D'ailleurs, le catalogue de vente sur offres de la maison CERES précise : « B : beau (légers défauts possibles) ». Les philatélistes étant très exigeants quant à la qualité des pièces qu'ils achètent, on trouvera très peu de lots dans un état seulement « beau », d'une manière générale, et quasiment jamais lorsque l'on s'intéressera aux timbres les plus récents de notre échantillon, par

exemple les semi-modernes. En effet, ces derniers étant moins rares que les premiers classiques, l'existence d'un défaut prononcé leur ôte toute valeur. Par contre, lorsqu'il s'agit d'un timbre très difficile à trouver, le collectionneur peut accepter un défaut important pour être sûr de posséder au moins un exemplaire. Quoi qu'il en soit, les timbres de cette qualité sont toujours très fortement dévalués.

Il faut maintenant envisager la variable probablement la plus significative, le numéro du timbre.

C) LE NUMÉRO DU TIMBRE

Nous avons déjà eu l'occasion de présenter le principe retenu quant à la numérotation des timbres. On peut néanmoins le rappeler brièvement. Les timbres émis en France depuis 1849 ont été numérotés dans l'ordre chronologique de leur émission, à l'exception des sept premiers timbres émis en 1849, classés par valeur faciale. Dans son catalogue 1996, publié à l'automne 1995, le catalogue Yvert et Tellier était arrivé au numéro 2 965.

Cependant, pour les timbres classiques (émis entre 1849 et 1900) ainsi que pour certains semi-modernes (émis entre 1900 et 1939), le seul numéro ne suffit pas, dans la mesure où le même numéro peut exister en différentes variétés. Pour remédier à cet inconvénient, les catalogues définissent des variétés sous forme d'indice, en lettres minuscules ou majuscules, qui complètent le numéro : par exemple, le numéro **1a** ou le numéro **257A**. Certains timbres existent dans de nombreuses variétés : par

exemple, le numéro 39 est indicé jusqu'au 39m ; d'autres nécessitent un double indice : ainsi le 17Ah ; il s'agit alors de sous-variétés.

Il existe globalement une certaine normalisation dans cette numérotation, mais l'on peut déceler certaines différences entre les deux principaux catalogues, c'est-à-dire Yvert & Tellier et CERES. Les catalogues ayant servi à constituer notre échantillon utilisant la numérotation du catalogue CERES, c'est cette dernière qui sera retenu

Ce numéro est pour le timbre une véritable carte identité. Il s'agit de l'élément le plus déterminant pour définir la valeur d'un timbre, puisqu'en fait c'est lui qui traduit sa rareté relative. Il joue le même rôle que la signature de l'auteur pour une oeuvre d'art.

Enfin, nous allons examiner la dernière variable retenue pour cette étude, il s'agit de l'année de vente

D) L'ANNÉE DE VENTE

L'absence de bases de données informatiques relatives aux transactions sur le marché du timbre-poste de collection nous a obligés à en constituer une *exnihilo*. Ce type de travail nécessitant un temps considérable, nous avons dû nous limiter aux ventes sur offres réalisées par un seul négociant (CERES), sur une période relativement courte : 1987-1994.

Notre objectif étant l'analyse des performances financières d'un placement en timbres, la variable année de vente est certainement celle qui nous intéresse le plus. En effet, c'est elle qui va nous permettre d'observer les infléchissements du marché sur une période donnée, et donc de calculer un indice qui traduira l'éventuelle augmentation du prix de vente lors des ventes sur offres. Certes, la période 1987-1994 étant, comme nous l'avons vu, une période de stagnation, cette variable risque de posséder un pouvoir explicatif très faible. Mais cela n'est pas un inconvénient. Le problème étant de savoir de quelle manière les prix ont évolué, le fait de constater qu'ils n'ont pas bougé est une conclusion aussi instructive que l'inverse. Mais surtout, il sera intéressant de comparer l'indice obtenu avec le TP 82, afin de conforter, ou non, l'opinion selon laquelle cet indice basé sur des statistiques descriptives est vraiment un indicateur de tendance efficace.

La méthodologie étant maintenant définie, nous allons procéder à l'analyse des résultats.

II) ANALYSE DES RÉSULTATS

Dans un premier temps, le modèle a été testé sur l'ensemble des transactions recensées dans la base de données, soit un peu plus de 6 000. Cependant, la population constituée par les timbres échangés lors des ventes sur offres n'étant pas homogène, nous avons testé le modèle sur diverses sous-populations afin d'affiner les résultats.

A) ANALYSE SUR L'ÉCHANTILLON COMPLET

L'échantillon complet est constitué de 6 370 transactions relatives à 163 timbres, échangés dans les cinq états existants, selon quatre niveaux de qualité, et sur la période 1987-1994. Cependant, l'année philatélique commençant en octobre, on considère que les ventes réalisées en décembre 1994 correspondent à l'année 1995 ; la variable « année de vente » recouvre, en fait, neuf modalités.

Afin d'éviter des phénomènes de colinéarité, nous avons supprimé une modalité pour chacune des quatre variables étudiées. C'est cette modalité qui servira de base 100 aux différents indices. Lors de l'analyse de l'échantillon complet, ce sont les modalités suivantes qui ont été supprimées : pour l'état, la référence sera un timbre neuf sans charnière (symbolisé par **) ; pour la qualité, la référence sera un timbre Très Beau (TB), le numéro de référence sera le numéro 1, et l'année de base sera 1987.

Le détail des résultats est donné dans l'ANNEXE XXII, mais il faut tout d'abord souligner que le modèle est validé par le test de FISHER ; de plus, l'ajustement est très bon, le R^2 étant de 0,83. On peut résumer les résultats de la manière suivante :

		Coefficient	Indice
Année de vente	1987	0	100
	1988	0,042164	104
	1989	0,059005	106
	1990	0,060951	106
	1991	0,07939	108
	1992	0,087099	109
	1993	0,033922	103
	1994	5,01E-04	100
	1995	0,026831	103
Qualité	B	-0,127425	88
	TB	0	100
	TTB	0,194331	121
	SUP	0,321503	138
Etat	**	0	100
	*	-0,485816	62
	SG	-1,082943	34
	obl	-1,19681	30
	lettre	-0,903806	41

TABLEAU N°7

Afin de plus facilement identifier les variables non-significatives, nous avons ensuite testé le modèle en utilisant la méthode dite « descendante » (ou « backward) (ANNEXE XXIII). Nous constatons ainsi que trois coefficients, parmi ceux indiqués dans ce tableau, se révèlent non-significatifs, il s'agit des coefficients

relatifs aux années 1994 et 1995, et de celui relatif à « Beau (B) ». Les indices calculés à partir des autres coefficients nous permettent cependant de tirer certaines conclusions.

La première concerne l'évolution du prix des timbres de 1987 à 1993, si l'on exclut les années 1994 et 1995. On constate, comme on pouvait s'y attendre, que les prix sont restés assez stables pendant cette période. Plus précisément, ils ont légèrement progressé jusqu'en 1992 pour redescendre en 1993. Cela confirme l'existence de difficultés sur le marché du timbre pendant cette période, mais l'on retrouve surtout des résultats proches de ceux obtenus à l'aide du TP 82, comme le démontre le tableau ci-dessous :

Années	Indice calculé par la régression	TP 82
1987	100	100
1988	104	100
1989	106	104
1990	106	104
1991	108	103
1992	109	105
1993	103	105
1994	100	106
1995	103	

TABLEAU N°8

A la lecture de ce tableau, on constate que le TP 82 joue bien son rôle d'indicateur de tendance des prix. Cela n'implique pas, comme nous l'avons déjà précisé, une égalité entre les cotes et les prix réels d'échange, mais simplement que leurs valeurs respectives évoluent dans le même sens.

De plus, ce résultat nous fournit une autre indication importante. On prétend parfois que les taux de remise pratiqués sur les cotes ont fortement augmenté ces dernières années. Cela est certainement vrai pour les timbres modernes, mais l'on constate à la lecture du tableau ci-dessus que ce n'est pas le cas pour les timbres de collection d'une valeur unitaire minimum, et qui sont l'objet de notre étude. En effet, si ce taux avait progressé de manière significative, l'écart entre l'indice calculé à l'aide du TP 82 (basé uniquement sur les cotes) et l'indice calculé par la méthode des régressions hédonistiques (qui se fonde uniquement sur des prix de vente) devrait être beaucoup plus important. Car c'est là le principal danger lors du calcul du TP 82. Ce dernier peut être un bon indicateur de tendance, bien que les cotes ne correspondent pas aux prix réels d'échanges, tant que l'écart entre les cotes et les prix de transactions est constant. Si cet écart devait fluctuer de manière aléatoire et forte, le TP 82 perdrait tout intérêt, mais plus globalement, c'est l'existence même des catalogues de cotes qui serait remise en cause, ce qui n'est pas à l'ordre du jour sur le marché philatélique.

Par ailleurs, nous avons également indiqué dans ce tableau les coefficients obtenus pour la qualité et l'état d'un timbre. Le critère « Beau » n'étant pas significatif, on peut en tout cas estimer qu'un timbre « TTB » est vendu 21% plus cher qu'un « TB » et que ce pourcentage atteint 38% pour un timbre superbe. Concernant l'état, une charnière sur un timbre semble diminuer la valeur d'environ un tiers, cette minoration atteignant environ deux tiers si le timbre est oblitéré ou sans gomme (pour des raisons techniques, le symbole (*) a été remplacé par le symbole SG). On remarque toutefois que le timbre sur lettre vaut, comme nous l'avions supposé, plus cher que le

timbre oblitéré détaché de l'enveloppe. On peut supposer que ce phénomène est lié à la présence de marques postales recherchées, mais on peut également penser que les timbres sur lettres risquent moins d'être abîmés que ceux que l'on a décollés. Il est difficile de définir la cause exacte, mais on peut en tout cas constater ce résultat.

Partant du même principe, on pourrait également calculer un indice pour les 163 timbres étudiés, mais cela s'avérerait long et peu utile, sauf pour vérifier que l'on obtiendrait le même classement qu'avec les cotes. Mais surtout, cela nous éloignerait de notre objectif initial, qui est l'analyse de l'évolution des prix. Certes, l'étude de l'état et de la qualité nous en éloigne également, mais elle peut être réalisée très rapidement et nous permet de vérifier qu'une certaine logique est respectée.

Les résultats obtenus à partir de l'échantillon complet de 163 timbres nous apportent de nombreux renseignements. On pourrait cependant nous reprocher d'avoir « mélangé » des timbres appartenant à des populations différentes, en particulier les classiques et les semi-modernes, avec le risque que l'évolution des prix d'une catégorie ne soit pas mise en évidence une fois celle-ci fondue dans l'ensemble. Afin de prévenir cette critique, nous avons procédé au même test en distinguant cette fois les classiques et les modernes.

B) ANALYSE SUR LES TIMBRES CLASSIQUES DE L'ÉCHANTILLON.

Dans le cas présent, l'échantillon est constitué de 3 910 transactions relatives à 90 timbres, échangés dans les cinq états existants, selon quatre niveaux de qualité, et sur la période 1987-1995. Les modalités de référence seront les mêmes que précédemment.

Le détail des résultats est donné en ANNEXE XXIV, mais il faut noter, qu'à nouveau, le modèle est validé par le test de FISHER, avec un ajustement très bon, le R^2 étant de 0,76. On peut résumer les résultats de la manière suivante :

		Coefficient	Indice calculé par la régression
Année de vente	1987	0	100
	1988	0,042753	104
	1989	0,067062	107
	1990	0,083386	109
	1991	0,122626	113
	1992	0,139642	115
	1993	0,081611	109
	1994	0,074053	108
	1995	0,110579	112
Qualité	B	-0,143051	87
	TB	100	100
	TTB	0,221958	125
	SUP	0,483605	162
Etat	**	100	100
	*	-0,380975	68
	SG	-1,289461	28
	obl	-1,518512	22
	lettre	-1,146734	32

TABLEAU N°9

A nouveau, afin de plus facilement identifier les variables non-significatives, nous avons également testé le modèle en utilisant la méthode dite « descendante » (ou « backward ») (ANNEXE XXV). Le fait que la plupart des coefficients correspondants aux années de vente se révèlent non-significatifs va rendre plus difficile l'analyse de l'évolution des prix. En effet, seules les années 1991 et 1992 peuvent nous fournir des indications, par ailleurs, le coefficient relatif à « Beau (B) », est lui aussi, non-significatif.

Nous pouvons toutefois constater que même si l'augmentation des prix est un peu plus forte que lors du calcul sur l'échantillon complet, celle-ci reste faible. Le passage d'un indice 100 en 1987 à 115 en 1992, correspond, en intérêts composés, à une augmentation de 2,83% par an, soit un tout petit peu plus que l'inflation. Cela montre néanmoins que les timbres classiques semblent moins souffrir de la mauvaise conjoncture actuelle.

Concernant maintenant les indices relatifs à l'état et à la qualité, on remarque que la modalité « Beau (B) » est à nouveau exclue de l'analyse. Cela n'est pas surprenant dans la mesure où, comme nous l'avons déjà indiqué, cette modalité se rencontre rarement, et seulement sur certains timbres. Par ailleurs, on constate que les caractéristiques « TTB » et « SUP » s'avère encore plus valorisante pour un timbre classique, avec respectivement une majoration de prix de 25% et 62%.

La probabilité, très faible, de trouver un timbre de qualité « Superbe », un siècle ou un siècle et demi après son émission, explique certainement ce phénomène. De

même, les timbres à l'état neuf sans charnière (c'est-à-dire **) sont tellement rares que l'écart entre ces derniers qui constituent la base 100 et les autres états est plus fort, en particulier par rapport aux oblitérés ou aux sans gomme qui sont vendus 75% moins cher.

L'analyse des timbres classiques pris isolément nous a permis de confirmer la plupart de nos hypothèses. En va-t-il de mêmes pour les semi-modernes ?

C) ANALYSE SUR LES TIMBRES SEMI-MODERNES DE L'ÉCHANTILLON

Dans ce cas, l'échantillon est constitué de 2 460 transactions relatives à 73 timbres, échangés dans les cinq états existants, selon quatre niveaux de qualité, et sur la période 1987-1995. Les modalités de référence seront les mêmes que les précédentes, sauf pour le numéro de timbres, le numéro 257A remplaçant le numéro 1.

Le détail des résultats est donné dans ANNEXE XXVI, mais il faut noter, qu'à nouveau, le modèle est validé par le test de FISHER, avec un ajustement très bon, le R^2 étant de 0,87.

On peut résumer les résultats de la manière suivante :

		Coefficient	Indice calculé par la régression
Année de vente	1987	0	100
	1988	-0,0096902	99
	1989	0,029478	103
	1990	0,00762	101
	1991	0,002831	100
	1992	0,011425	101
	1993	-0,041593	96
	1994	-0,127638	88
	1995	-0,095027	91
Qualité	B	-0,441753	64
	TB	0	100
	TTB	0,260233	130
	SUP	0,427329	153
Etat	**	0	100
	*	-0,74935	47
	SG	-1,196487	30
	obl	-1,2216	29
	lettre	-0,30317	74

TABLEAU N°10

A nouveau, afin de plus facilement identifier les variables non-significatives, nous avons également testé le modèle en utilisant la méthode dite « descendante » (ou « backward) (ANNEXE XXVII). L'analyse de l'évolution des prix par le biais des indices va encore être difficile dans le cas présent, car de nombreux coefficients se sont révélés non significatifs, en particulier ceux relatifs aux années 1988 à 1992, ainsi que celui correspondant à « Beau (B).

Dès lors, nous ne pouvons que comparer l'indice 100 obtenu pour 1987 avec les indices 96, 88 et 91 obtenus en 1993, 1994 et 1995, et qui laisse apparaître une baisse des prix significative en ans. Les timbres classiques ayant apparemment connu une hausse légèrement plus élevée que l'échantillon pris dans son ensemble, on pouvait s'attendre à ce que les timbres modernes aient connu une baisse, mais il est dommage de ne pas pouvoir suivre plus précisément son évolution entre 1987 et 1993.

Concernant l'état et la qualité des timbres, les indices obtenus sont proches des précédents, sauf pour les timbres sur lettres et ceux avec charnières. En effet, ces derniers subissent une minoration plus forte que précédemment, mais cela s'explique par le fait que l'on trouve plus facilement des timbres semi-modernes sans charnières que des timbres classiques. Dès lors, ce défaut est plus fortement sanctionné par les collectionneurs lors de l'achat. Pour les timbres sur lettres, il s'agit plutôt d'un problème méthodologique, le coefficient correspondant étant à la limite de la significativité. Mais surtout l'analyse de la base de données montre que seules quatre transactions ont concerné cette catégorie, sur les 2 460 prises en compte. Cela ne signifie pas que les timbres sur lettres ne sont pas, effectivement, vendus plus chers, mais la faible représentativité de cet état peut introduire un biais lors des calculs.

Les trois échantillons que nous venons d'analyser ont été constitué à partir d'un seul critère de sélection, être échangé lors d'une vente sur offre organisée par la maison CERES entre 1987 et 1994. Leur analyse nous fournit des renseignements très utiles, mais il serait intéressant de prolonger cette étude en sélectionnant un échantillon incluant les mêmes timbres que le TP 82. C'est l'objet des prochains paragraphes.

III) ANALYSE DES RÉSULTATS SUR UN ÉCHANTILLON CONSTITUÉ DES MÊMES TIMBRES QUE LE TP 82

La liste des timbres qui ont servi au calcul du TP 82 a été indiquée dans la section précédente¹. Notre objectif est, dans le cas présent, de comparer les résultats obtenus précédemment, par le biais des modèles descriptifs, et à partir des cotes, avec ceux obtenus en utilisant un modèle explicatif, en l'occurrence la régressions hédonistique, à partir des prix de vente. Afin d'obtenir un maximum d'homogénéité entre les deux échantillons, nous avons procédé de la manière suivante :

- pour les timbres sélectionnés uniquement à l'état neuf dans le TP 82, nous n'avons retenu que les timbres échangés à l'état neuf sans charnière, neuf avec charnière et neuf sans gomme, lors des ventes sur offres ;
- pour les timbres sélectionnés uniquement à l'état oblitéré dans le TP 82, nous n'avons retenu que les timbres échangés à l'état oblitéré ou sur lettre, lors des ventes sur offres ;
- pour les timbres retenus en neuf et en oblitérés, nous avons retenu l'ensemble des transactions.

Cette méthode nous a permis de retenir 2 357 transactions. On retrouve les modalités de base suivantes : pour l'état, la référence sera un timbre neuf sans charnière (symbolisé par **), pour la qualité, la référence sera un timbre Très Beau (TB), le numéro de référence sera le numéro 1, et l'année de base sera 1987.

¹ Voir *infra* p. 352

Le détail des résultats est donné dans l'ANNEXE XXVIII, mais il faut noter, qu'à nouveau, le modèle est validé par le test de FISHER, avec un ajustement très bon, le R^2 étant de 0,84. On peut résumer les résultats de la manière suivante :

		Coefficient	Indice calculé par la régression
Année de vente	1987	0	100
	1988	-0,002205	100
	1989	-0,029864	97
	1990	0,022497	102
	1991	0,045124	105
	1992	0,0165629	102
	1993	0,022273	102
	1994	-0,045207	96
	1995	-0,031121	97
Qualité	B	-0,364626	69
	TB	0	100
	TTB	0,221712	125
	SUP	0,408091	150
Etat	**	0	100
	*	-0,53524	59
	SG	-1,654838	19
	obl	-1,278757	28
	lettre	-0,364626	69

TABLEAU N°11

Suivant toujours le même processus, nous avons également testé le modèle en utilisant la méthode dite « descendante » (ou « backward») (ANNEXE XXIX), afin de plus facilement identifier les variables non-significatives. A nouveau, plusieurs coefficients se sont révélés non-significatifs, en particulier ceux relatifs aux années

1988, 1989, 1994 et 1995, mais il est néanmoins possible de dessiner la tendance sur la période 1990-1993. Les chiffres obtenus confirmant l'existence d'une stagnation pendant ces quatre années, comme le laissait supposer le TP 82 . On peut d'ailleurs directement comparer les indices obtenus par les deux méthodes dans le tableau ci-dessous :

Années	Indice calculé par la régression	TP 82
1987	100	100
1988	100	100
1989	97	104
1990	102	104
1991	105	103
1992	102	105
1993	102	105
1994	96	106
1995	97	

TABLEAU N°12

On constate à nouveau que le TP 82, bien que construit à partir de cotes, donne une image fidèle de la tendance sur le marché.

Concernant l'analyse de la qualité, le coefficient correspondant à « Bon » est, pour la première fois, significatif, et indique, comme on pouvait s'y attendre, que les timbres de cette qualité voient leur valeur fortement minorée, d'environ un tiers. Au contraire, s'ils sont dans une qualité « Très très bon », ou « Superbe », ils sont vendus, respectivement, 25% et 50% plus cher. Quant à l'état du timbre, les timbres oblitérés ou

sans gomme sont très fortement pénalisés, puisqu'ils perdent environ les trois quarts de leur valeur, par contre les neufs avec charnières n'en perdent qu'un tiers ; cela est certainement dû au fait que l'échantillon est essentiellement constitué de timbres classiques, pour lesquels les collectionneurs sont plus tolérants. Les mieux placés sont les timbres sur lettres (dont le coefficient est tout à fait significatif), ce qui semble confirmer que la présence de marques postales est à l'origine d'une valorisation par rapport à un timbre oblitéré seul.

Les différents indices que nous venons de calculer, à l'aide des régressions hédonistiques, peuvent être qualifiés de synthétiques dans la mesure où ils sont établis à partir d'échantillons comprenant un grand nombre de timbres. Ils nous permettent donc de dessiner une tendance, soit pour l'ensemble des timbres-poste de collection échangés, soit pour certaines catégories plus ciblées, telles que les classiques et les semi-modernes. Toutefois, cette méthode pourrait également intéresser les professionnels ou les collectionneurs lors de l'analyse d'une catégorie encore plus précise, ou éventuellement lors de l'analyse d'un timbre uniquement. C'est ce dernier cas que nous avons choisi de présenter, afin de montrer toutes les opportunités qu'offre cette méthode.

IV) ANALYSE DES RÉSULTATS SUR UN ÉCHANTILLON CONSTITUÉ D'UN TIMBRE : LE 257A.

Nous avons choisi ce timbre en raison de sa grande liquidité. En effet, si l'on se réfère au tableau donné précédemment¹, ce timbre a été échangé 82 fois l'état neuf et 13 fois en oblitéré, ce qui est le maximum observé. Certes, il ne s'agit pas du timbre le plus rare ou le plus cher, mais avec une cote de 6 500 F, s'il neuf sans charnière, et de 4 000 F, s'il est oblitéré, il semble représentatif d'un placement en timbres-poste de collection. De plus, il présente l'intérêt d'être échangé dans tous les états et dans toutes les qualités, sauf « BON », ce qui n'est pas fréquent pour un timbre semi-moderne.

D'un point de vue méthodologique, la présence d'un seul timbre dans l'échantillon va fortement diminuer le nombre de variables explicatives. En effet, il ne restera que les cinq états, les trois qualités et les neuf années de vente, soit dix-sept variables, dont trois vont être éliminées afin d'éviter les problèmes de colinéarité évoqués précédemment. Dans le cas présent, les modalités de références seront : l'état neuf avec charnière (symbolisé par *), la qualité Très Beau (TB) et l'année 1991. Par ailleurs, l'analyse portera sur 88 transactions.

Le détail des résultats est donné dans l'ANNEXE XXX, mais il faut noter, qu'à nouveau, le modèle est validé par le test de FISHER, avec un ajustement très bon, le R^2 étant de 0,81. On peut résumer les résultats de la manière suivante :

¹ Voir infra p.352

		Coefficient	Indice calculé par la régression
Année de vente	1987	0,035767	100
	1988	-0,046594	95
	1989	0,0002147	100
	1990	-0,050128	95
	1991	0	100
	1992	-0,029897	97
	1993	-0,194877	82
	1994	-0,187391	83
	1995	-0,230422	79
Qualité	TB	0	100
	TTB	0,337158	140
	SUP	0,293284	134
Etat	**	0,712341	204
	*	0	100
	SG	-0,467858	63
	obl	0,211126	124
	lettre	0,298628	135

TABLEAU N°13

Suivant toujours le même processus, nous avons également testé le modèle en utilisant la méthode dite « descendante » (ou « backward) (ANNEXE XXXI), afin de plus facilement identifier les variables non-significatives. A nouveau, plusieurs coefficients se sont révélés non-significatifs, en particulier ceux relatifs aux années 1987 à 1990 et 1992.

Dès lors, nous ne pouvons que comparer l'indice 100 obtenu pour 1991 avec les indices 82, 83 et 79 obtenus en 1993, 1994 et 1995, ce qui laisse apparaître une baisse des prix d'environ 20% en 8 ans.

L'analyse des indices relatifs à la qualité donne des résultats un peu surprenants, puisque les acheteurs semblent ne pas faire de différence entre un timbre « Très Très Beau » et un timbre « Superbe », ce dernier étant même vendu légèrement moins cher ; ce qui est en contradiction avec les résultats précédents. Une explication réside peut être dans la non-prise en compte de certaines variables, comme le centrage, qui peuvent jouer un rôle important pour certains timbres, comme le 257A.

Concernant l'état, on constate que les timbres sans charnière se vendent deux fois plus cher que ceux avec charnière, ce qui était prévisible pour un timbre assez récent ; par ailleurs les timbres sans gomme subissent un abattement supplémentaire de 37%, par rapport aux timbres avec charnières. Pour les timbres sur lettre, l'indice ne tient compte que de deux transactions, ce qui introduit, comme nous l'avions vu pour l'échantillon uniquement constitué de timbres semi-modernes, un biais lors des calculs. Pour leur part, les timbres oblitérés s'avèrent plus intéressants que les timbres neufs, avec charnières ou sans gomme, mais restent nettement moins chers que les timbres neufs sans charnières ; ce qui paraît à nouveau logique, étant donné leur moins grande rareté.

L'analyse qui vient d'être faite du timbre numéro 257A, est possible pour n'importe quel timbre, ou éventuellement pour un groupe de timbres possédant des caractéristiques spécifiques, sous réserve qu'ils possèdent une certaine liquidité. A l'inverse, on pourrait encore se spécialiser, en étudiant l'évolution du prix des 257A échangés uniquement dans un état « Neuf sans charnière » et « Très Bon », afin de constituer un échantillon encore plus homogène.

Cette section a été l'occasion d'utiliser la méthode des régressions hédonistiques sur plusieurs échantillons et nous va nous permettre de tirer plusieurs conclusions.

V) CONCLUSION

Le principal objectif de cette section était, grâce aux régressions hédonistiques, de mettre en oeuvre une méthode qui permette, d'une part de travailler sur des prix de vente (et non plus seulement sur les cotes), d'autre part, d'intégrer les différences de qualité (les timbres de notre échantillon étant vendus dans un état et une qualité très variable). Par ailleurs, cela était également l'occasion de vérifier si les résultats obtenus coïncidaient avec les valeurs trouvées pour le TP 82.

Le premier échantillon étudié prenait en compte toutes les transactions recensées dans la base de données. L'indice relatif aux années de vente, ainsi construit, s'est révélé très proche du TP 82, et met également en évidence une stagnation, voire une légère baisse des prix, sur la période 1987-1995. Si l'on considère maintenant un échantillon comprenant uniquement les timbres classiques, on constate que ces derniers semblent un peu mieux résister. Cependant, le nombre très faible de coefficients significatifs ne donne des valeurs que pour 1991 et 1992, et l'impression générale reste celle d'une quasi-stagnation. Avec un échantillon composé de timbres semi-modernes, la baisse semble plus accentuée, mais, à nouveau, le faible nombre de coefficients significatifs ne permet de comparer 1987 qu'avec 1994 et 1995.

Afin de faciliter une comparaison avec le TP 82, le quatrième échantillon a été constitué avec les mêmes timbres que celui-ci. De nouveau, beaucoup de coefficients se sont révélés non-significatifs, mais, en tout état de cause, on ne trouve pas de différences notables entre les deux indices, ce qui tend à confirmer la validité du TP 82.

Enfin, nous avons voulu montrer que les régressions hédonistiques pouvaient avoir un intérêt pratique pour les collectionneurs et les négociants. En effet, cette méthode permet, par exemple, d'évaluer le taux de minoration (ou au contraire de majoration) appliqué par les acheteurs en fonction de l'état ou de la qualité d'un timbre.

CONCLUSION

GENERALE

CONCLUSION GENERALE

La première partie de cette thèse avait pour objectif de resituer les placements en objets d'art et de collection dans le cadre d'une gestion de patrimoine globale. A cet effet, il fallait, tout d'abord, cerner la notion de patrimoine. Constatant qu'il n'existait pas de définition universelle de celle-ci, nous avons choisi, pour la suite de cette étude, une définition qui soit à la fois large et dynamique. Dans cette optique, le patrimoine comprendra tous les biens et toutes les dettes d'un individu à l'instant présent, mais également les flux positifs et négatifs qui l'affecteront, même s'ils ne sont que potentiels.

Par ailleurs, nous avons constaté que le patrimoine des français est mal connu. Il existe peu de chiffres sur ce sujet, et ceux-ci sont imprécis dans la mesure où ils n'intègrent pas toutes les catégories d'actifs, à commencer par les objets d'art et de collection. Cette lacune s'explique par un certain manque d'information, les stocks et les flux étant difficiles à évaluer pour ce type d'actifs. Cependant, leur part dans le patrimoine des particuliers n'étant pas négligeable, ils devront être pris en compte lors de l'élaboration d'une stratégie patrimoniale.

Cette dernière prend en compte trois types de contraintes : les objectifs patrimoniaux des individus, leurs besoins, et enfin le contexte externe. Mais elle doit d'abord être précédée d'un diagnostic qui fera le point, d'une part, sur la situation actuelle de l'individu, d'autre part, sur la situation future espérée.

On retiendra surtout qu'un individu qui veut gérer au mieux son patrimoine peut utiliser deux types de moyens : les moyens juridiques, qui ne rentrent pas dans le cadre de notre étude, et les placements, que nous allons analyser plus précisément.

Tout d'abord, il faut citer les placements « traditionnels », dans le sens où ils sont proposés en priorité par les conseillers en gestion de patrimoine. Il s'agit : de l'immobilier, des produits d'assurance, des actions, des obligations, des produits à taux garantis, des produits proposés par les O.P.C.V.M. et de l'or. Chacun de ces produits possède des points forts (par exemple un rendement élevé) mais également des points faibles (par exemple, corrolairement, un risque élevé). Le choix d'investir dans l'un ou l'autre de ces produits dépend, en fait, des besoins de l'investisseur. Afin de répondre au mieux à ces besoins, il faut identifier les placements en fonction de critères de classification.

Les classifications réalisées à partir de critères purement juridiques ou économiques n'étant pas adaptées aux besoins du gestionnaire de patrimoine, ce dernier utilisera plutôt une typologie établie à partir du couple rentabilité-risque. Il faudra cependant avoir une vision globale de ces deux notions ; le rendement n'est pas seulement financier, il doit également intégrer la valeur d'usage, le plaisir, et la fiscalité ; de même, le risque ne correspond pas seulement à la volatilité, il doit aussi prendre en compte la liquidité, l'horizon de placement, et la divisibilité d'un bien.

Il apparaît donc que les objets d'art et de collection ne pourront être intégrés dans une gestion de patrimoine optimale que s'ils proposent un rapport rentabilité-risque comparable à celui des placements traditionnels. Afin de vérifier si tel est le cas, il a tout

d'abord fallut identifier la catégorie des objets d'art et de collection, d'une part, en la distinguant des « biens divers », auxquels elle est trop souvent assimilée, d'autre part, en proposant une liste des biens qui peuvent appartenir à cette catégorie (on retiendra en particulier les peintures, les sculptures, les meubles d'époque, ainsi que les timbres-poste et monnaies de collection).

Nous avons ensuite cherché, dans les différentes études consacrées à l'analyse économique des placements en objets d'art et de collection, des informations sur le rendement et le risque attachés à cette forme d'investissement. La première étude, réalisée par W. BAUMOL, et complétée par W. POMMEREHNE et B. FREY, se révèle peu favorable à un placement en peintures, ce dernier étant caractérisé par une rentabilité plus faible et un risque plus grand qu'un placement en actifs sans risque. Dès lors, seule l'existence d'une satisfaction d'ordre psychologique, qui compense le coût d'opportunité financier mais également le supplément de risque, peut expliquer que les investisseurs choisissent ce type de placement. Le plaisir étant un élément de la rentabilité, cette conclusion n'est pas vraiment négative, mais elle peut encore être améliorée si l'on se réfère à d'autres travaux, tels que ceux de O. CHANEL, L.A. GERARD-VARET et V. GINSBURGH ou de N. BUELENS et V. GINSBURGH.

Dans les deux cas, les auteurs ont recours à une méthode statistique particulière : les régressions hédonistiques. Celle-ci permet de prendre en compte les différences de qualité entre les biens lors des calculs, l'hypothèse de départ étant que la valeur d'un bien est égale à la somme des valeurs de ses caractéristiques. Pour leur part, O. CHANEL, L.A. GERARD-VARET et V. GINSBURGH ont trouvé des taux de rendement

très supérieurs à celui obtenu par W. BAUMOL, mais cette comparaison n'a qu'une portée relative dans la mesure où les périodes de référence sont différentes. Sur la même période, N. BUELENS et V. GINSBURGH trouvent, eux, des résultats comparables à ceux de W. BAUMOL. Mais ils montrent également que le taux trouvé par ce dernier pour un ensemble de peintures et sur une longue période (1650-1961), cache en fait des situations très contrastées si l'on décompose par école de peintures et par sous-périodes. En effet, on s'aperçoit que c'est la chute brutale des prix pendant une période (1919-1950), qui explique un taux global aussi faible.

Il semblerait donc qu'un placement en peintures puisse offrir une rentabilité financière tout à fait satisfaisante sur certaines périodes. Cependant, même si l'on ajoute l'existence d'une satisfaction psychologique, les toiles de maîtres ne deviennent pas des placements miracles. En effet, le rapport rentabilité-risque doit intégrer un certain nombre de coûts, propres aux objets d'art et de collection (stockage, transport, assurance) qui iront en déduction de la rentabilité financière calculée initialement ; de plus, cette catégorie de biens subit un risque physique (détérioration, vol...) en plus du risque financier évalué par la volatilité des rendements.

Néanmoins, les travaux évoqués ci-dessus tendent à montrer que les objets d'art et de collection peuvent être analysés selon une méthodologie statistique rigoureuse. Il serait donc intéressant d'analyser les performances d'un autre de ces biens, en l'occurrence le timbre-poste. Nous avons choisi ce dernier pour trois raisons principales : premièrement, les timbres-poste, y compris ceux possédant une valeur unitaire élevée, existent en de nombreux exemplaires. Ce phénomène augmente la fréquence des échanges, et fait du timbre-poste de

collection le bien certainement le plus liquide de sa catégorie. Deuxièmement, les philatélistes disposent d'un instrument très utile pour une analyse statistique, le catalogue de cotes. A défaut de fournir des prix de vente, il propose régulièrement des valeurs indicatives pour les timbres et sert de référence à tous les acteurs du marché. Sa notoriété est telle qu'il semble possible de suivre l'évolution du marché à partir des cotes ainsi établies. Troisièmement, le marché du timbre-poste de collection est certainement le seul à avoir développé et maintenu une méthode de vente originale : la vente sur offres. Cette caractéristique est de bonne augure dans la perspective d'une analyse des performances financières.

Cependant, le timbre-poste de collection ne pourra être considéré comme un « bon » placement qu'à condition de respecter deux conditions : être échangé sur un marché efficient et proposer un rapport rentabilité-risque satisfaisant pour un investisseur. C'était l'objet de la deuxième partie de cette thèse.

L'analyse de l'efficience, d'un point de vue qualitatif tout d'abord, nous a amené à évaluer l'atomicité, la liquidité et la transparence sur le marché du timbre-poste de collection.

Concernant l'atomicité, on constate que le nombre d'intervenants sur ce marché est relativement faible (dans le cadre d'une comparaison avec les marchés financiers). Cependant, la possibilité de trouver les timbres de collection en de nombreux exemplaires, quasiment identiques, place le timbre-poste dans une situation plus satisfaisante que la plupart des objets d'art et de collection.

La liquidité, quant à elle, est pénalisée par l'importance des coûts de transaction, quel que soit le mode de négociation choisi : vente aux enchères, vente sur offres ou de gré à gré. Néanmoins, ce phénomène, qui touche l'ensemble des actifs non-financiers, est partiellement compensé, dans le cas du timbre-poste, par l'existence de facteurs comme la discrétion, mais surtout l'universalité de la valeur. Ces derniers ont une influence positive qui permet de juger la liquidité comme suffisante dans l'optique d'un placement dans ce type de bien.

Enfin, le marché du timbre-poste de collection semble bénéficier d'une certaine transparence pour plusieurs raisons. D'une part, les sources d'information sont nombreuses et accessibles pour un coût relativement faible. D'autre part, le timbre-poste de collection possède un vecteur d'information unique en son genre, le catalogue de cotes. Ce dernier émet un signal accessible à tous au même moment, sous réserve de connaître les règles de fonctionnement de ce marché.

A la lumière de cette analyse, le marché du timbre-poste de collection semble bénéficier d'une efficience « acceptable ». Nous avons cependant cherché à le confirmer en procédant à une analyse quantitative.

En l'occurrence, nous souhaitons procéder à une analyse de l'efficience sous sa forme faible. Cette initiative se heurtait cependant à un obstacle, c'est qu'il n'existe pas de bases de données recensant les prix de vente des timbres sur la marché philatélique. La seule solution consistait alors à réaliser cette analyse de l'efficience à partir des indications données par les catalogues de cotes. Certes, il est toujours délicat de travailler sur des valeurs qui ne

sont pas des prix de marché, mais les paragraphes consacrés à l'analyse de la transparence sur le marché du timbre-poste de collection ont montré que les cotes étaient vraiment des valeurs de références pour les acteurs. Par ailleurs, nous avons été confortés dans ce choix en réalisant une étude statistique qui montre l'existence d'une corrélation très forte entre les prix de vente et les cotes. Il ne s'agit pas pour autant d'affirmer que les timbres sont vendus à la cote, mais seulement que ces valeurs évoluent parallèlement, et donc que l'évolution des cotes est une bonne indication de l'évolution des prix.

Le test de l'efficience sous sa forme faible, proprement dit, a été réalisé sur un échantillon de 262 timbres, à partir d'un modèle autorégressif d'ordre 1. L'analyse graphique de l'évolution des cotes laissant apparaître une tendance qui se décompose en trois périodes : 1939-1947, 1949-1980 et 1981-1994. Il était donc nécessaire d'identifier cette tendance grâce à une fonction « Spline » avant de procéder au test de l'efficience sur les données corrigées de cette tendance. L'analyse des résultats montre, qu'une fois la tendance intégrée par l'ensemble des acteurs, un agent économique ne peut pas anticiper la variation future du prix autour de la tendance. Ce résultat laisse donc supposer que nous sommes en présence d'un marché efficient.

L'hypothèse d'efficience semblant pouvoir être retenue, nous nous sommes ensuite penchés sur le couple rentabilité-risque offert par un placement en timbre-poste de collection. La lecture des ouvrages et des articles consacrés à l'aspect économique d'une collection de timbres-poste nous a fourni un certain nombre d'informations intéressantes, mais celles-ci s'avèrent néanmoins insuffisantes pour atteindre notre objectif.

Nous avons donc décidé de construire un indicateur de l'évolution des prix des timbres-poste, intitulé TP 82. Pour les mêmes raisons que précédemment, cet indice a été construit à partir des cotes des timbres. Les résultats obtenus font apparaître une rentabilité tout à fait satisfaisante sur le long terme, en tout cas jusqu'à la fin des années quatre-vingt, le prix des timbres semblant stagner depuis cette période. De même, le rapport rentabilité-risque est satisfaisant lorsqu'on le compare à celui des actifs financiers. Mais, à nouveau, il faut nuancer ces bons résultats en rappelant, qu'en plus du risque financier qui est calculé, le collectionneur de timbres subit un risque physique (vol, destruction) et un risque lié à l'appréciation de la qualité, qui justifient un supplément de rentabilité.

Nous avons ensuite essayé de voir si la méthode des régressions hédonistiques, évoquées précédemment, était adaptée à l'analyse d'un placement en timbres-poste de collection. Les résultats obtenus à partir de divers échantillons étant satisfaisant d'un point de vue statistique, l'utilisation de cette méthode ouvre de nombreuses perspectives, puisqu'elle permet de travailler avec les prix de vente, et non plus avec les cotes. Il ne s'agit pas pour autant d'opposer cette méthode avec celle mise en oeuvre pour la construction du TP 82, dans la mesure où les résultats obtenus par ces deux techniques sont très proches ; ce qui nous permet par ailleurs de confirmer la validité du TP 82. Mais le principal intérêt des régressions hédonistiques est de prendre en compte les différences de qualité entre les timbres, alors qu'une cote est donnée pour un timbre standard.

Il s'agit d'ailleurs d'un des prolongements possible de cette thèse. En effet, nous n'avons intégré que quelques unes des caractéristiques qui permettent de décrire un timbre lors de notre analyse. Il pourrait donc être intéressant d'en intégrer d'autres, par

exemple le centrage, le type d'oblitération..., afin d'évaluer leur éventuel impact sur le prix de vente. Un autre prolongement, toujours dans cette optique, consisterait à refaire cette analyse, mais sur une plus longue période, c'est-à-dire en remontant avant 1987, et en intégrant, d'une part, les résultats des ventes sur offres organisées par d'autres négociants, d'autre part, les résultats des ventes aux enchères.

Mais, au-delà de ces prolongements méthodologiques, il serait intéressant d'étudier, d'un point de vue pratique, comment les objets d'art et de collection pourraient effectivement être intégrés en gestion de patrimoine. Certes, beaucoup de particuliers achètent déjà régulièrement ce type de biens. Cependant, il est certainement possible d'accroître le nombre d'investisseurs en réduisant, par exemple, les coûts de transaction. On peut penser que l'utilisation de certaines nouvelles technologies pourrait aller dans ce sens, et les philatélistes, qui ont déjà à leur disposition les catalogues de cotes sur CD ROM, pourraient être les premiers à en bénéficier.

Par ailleurs, cette thèse a essayé de montrer qu'il existe actuellement de nombreux outils statistiques adaptés à l'analyse économique des actifs non-financiers. Un autre prolongement consisterait donc à étudier les objets d'art et de collection qui sont encore dans l'ombre.

ANNEXES

Patrimoine des ménages (S80)
de 1982 à 1993

ANNEXE I

Unité : Milliard de francs en fin d'année

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
ACTIFS												
Actifs corporels reproductibles	6 174.1	6 854.0	7 388.6	7 857.8	8 352.5	8 712.2	9 227.8	9 668.5	10 221.8	10 932.8	11 350.3	11 699.7
Stocks	177.9	191.6	191.9	198.2	200.6	192.0	194.6	224.9	227.1	216.3	217.2	192.6
Actifs fixes hors logement	648.3	688.5	736.9	765.6	783.5	774.4	833.0	876.9	875.4	918.2	938.6	941.8
Logement	5 347.9	5 974.0	6 459.9	6 894.0	7 368.4	7 745.8	8 200.1	8 566.8	9 119.3	9 798.3	10 194.5	10 565.2
Actifs corporels non reproductibles	1 522.8	1 566.4	1 562.1	1 536.5	1 533.4	1 536.0	1 515.6	1 512.0	1 498.2	1 480.0	1 375.9	1 264.1
Actifs incorporels	209.1	221.5	231.6	237.3	243.7	245.3	254.1	276.5	282.1	300.4	308.5	302.3
Actifs fixes non financiers	7 906.0	8 641.9	9 182.3	9 631.7	10 129.5	10 493.4	10 997.6	11 457.1	12 002.1	12 713.3	13 034.7	13 266.1
F00 Moyens de paiement internationaux	75.3	89.4	82.0	74.3	85.9	90.0	104.0	115.3	136.2	84.0	124.5	94.5
F10 Moyens de règlement en francs	630.0	671.4	719.6	764.3	841.4	890.0	968.6	1 034.3	1 062.2	1 032.5	1 076.9	1 080.4
F20 Autres liquidités	1 506.3	1 668.1	1 777.7	1 918.4	1 991.2	2 150.2	2 292.0	2 344.9	2 397.5	2 493.1	2 543.7	2 712.5
F30 Titres du marché monétaire						7.2	14.3	3.6	7.2	15.6	25.8	26.8
F40 Obligations	295.6	335.9	359.6	381.9	409.8	360.6	384.3	389.5	355.3	433.6	437.8	609.9
F50 Actions et autres participations	463.4	731.3	989.0	1 442.9	2 318.7	2 195.1	3 291.7	4 266.4	3 647.4	4 251.2	4 456.9	5 563.2
F60 Prêts à court terme	329.0	319.1	319.6	329.2	406.7	379.1	314.6	394.5	375.9	366.7	420.1	401.1
F70 Prêts à moyen et long termes	8.9	19.7	20.1	19.5	5.4	4.5	19.9	25.4	18.5	11.9	5.5	5.5
F80 Réserves techniques d'assurance	267.5	314.4	373.9	443.2	532.4	631.7	770.7	974.0	1 144.6	1 342.6	1 571.7	1 828.8
Actifs financiers	3 576.0	4 149.4	4 641.6	5 373.7	6 591.5	6 708.4	8 160.1	9 548.0	9 144.9	10 031.2	10 662.9	12 322.7
Total des actifs	11 482.0	12 791.3	13 823.8	15 005.4	16 721.0	17 201.8	19 157.6	21 005.1	21 147.0	22 744.5	23 697.6	25 588.8
PASSIFS												
F00 Moyens de paiement internationaux												
F10 Moyens de règlement en francs												
F20 Autres liquidités	0.5	0.6	0.5	1.2	1.3	1.3	2.1	1.2	2.7	2.3	2.1	1.9
F30 Titres du marché monétaire												
F40 Obligations												
F60 Prêts à court terme	513.5	534.1	684.0	677.1	717.5	950.7	1 217.2	1 417.8	1 519.7	1 379.1	1 377.7	1 505.5
F70 Prêts à moyen et long termes	1 022.4	1 134.9	1 274.9	1 425.2	1 517.2	1 705.1	1 902.7	2 024.8	2 167.4	2 231.5	2 287.2	2 385.9
F80 Réserves techniques d'assurance												
Total des passifs financiers hors actions et autres participations	1 536.4	1 669.6	1 959.4	2 103.6	2 236.0	2 657.1	3 122.1	3 443.8	3 689.8	3 612.9	3 666.9	3 893.3
Valeur nette globale	9 945.6	11 121.7	11 864.4	12 901.8	14 485.0	14 544.7	16 035.6	17 561.3	17 457.2	19 131.6	20 030.7	21 695.5
F50 Actions et autres participations												
Valeur nette indépendante	9 945.6	11 121.7	11 864.4	12 901.8	14 485.0	14 544.7	16 035.6	17 561.3	17 457.2	19 131.6	20 030.7	21 695.5

Source : Comptes nationaux

FRANCE : COMPOSITION DU PATRIMOINE
DES MÉNAGES ET ENTREPRENEURS INDIVIDUELS
(en %)

	1970	1974	1977	1980	1983
Terres et terrains non bâtis	13,9	13,3	12,7	10,2	7,5
Logements	45,0	46,4	47,2	48,3	50,3
Autres constructions	3,4	3,5	3,4	3,3	3,1
Matériel	3,0	3,3	3,1	2,9	2,8
Cheptel	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6
Stocks	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3
Actifs incorporels	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
<i>Total actifs non financiers</i>	<i>70,4</i>	<i>71,4</i>	<i>70,8</i>	<i>68,7</i>	<i>67,5</i>
Moyens de paiement internationaux	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Monnaie et dépôts monétaires	7,2	6,9	6,3	5,6	5,5
Dépôts non monétaires	10,2	12,4	14,4	13,9	13,7
Crédits à court terme	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Réserves techniques d'assurance	2,0	2,2	2,1	2,2	2,5
Obligations	2,5	2,3	2,2	3,0	3,9
Actions	7,4	4,5	3,9	6,2	6,3
<i>Total actifs financiers</i>	<i>29,6</i>	<i>28,6</i>	<i>29,2</i>	<i>31,3</i>	<i>32,5</i>
Total général	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Montant (en milliards de francs courants)	2 416,4	3 899,2	5 766,6	8 617,5	11 980,0

Source : INSEE [12] et notes internes de l'INSEE pour les années 1980 à 1983.

COMPOSITION
DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES
(en %)

<i>A la fin des années:</i>	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Moyens de paiement	16,4	16,1	15,4	14,3	14,6	13,3
Autres liquidités (sans épargne contractuelle)	36,1	34,7	32,7	28,2	29,6	26,2
Épargne contractuelle	3,9	4,2	4,4	4,8	5,8	5,8
Titres du marché monétaire	—	—	—	—	—	—
Obligations	10,7	9,3	8,9	7,3	7,2	5,1
Actions et autres participations (dont OPCVM)	17,3 (nd)	22,0 (5,8)	25,5 (7,7)	33,0 (9,5)	30,0 (9,2)	36,6 (11,7)
Prêts à court terme	7,6	5,1	4,2	3,5	2,4	2,1
Crédits à moyen et long terme	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
Réserves techniques d'assurance	7,5	8,2	8,5	8,8	10,3	10,8
<i>Total encours financiers</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source: Comptes de la nation, TOF en encours.

COMPOSITION DES PATRIMOINES BRUTS DES MÉNAGES
SELON LA CATÉGORIE SOCIO-PROFESSIONNELLE AU 31 DÉCEMBRE 1982
(en %)

Nature des actifs	Catégories socio-professionnelles											Ensemble
	Agriculteurs exploitants	Salariés agricoles	Artisans, petits commerçants	Industriels, gros commerçants	Professions non commerciales	Cadres supérieurs	Cadres moyens	Employés	Ouvriers	Inactifs		
Capital agricole en faire-valoir direct ¹	43,8	4,8	2,6	7,0	0,7	0,2	0,3	0,8	1,1	2,0		6,3
Forêts	8,0	0,9	0,5	1,3	0,1		0,1	0,1	0,1	0,4		1,2
Capital agricole en faire-valoir indirect	3,6	1,5	4,5	3,9	2,7	1,7	1,0	4,0	1,3	5,5		3,6
Capital agricole des fermiers	1,3	2,8	0,5							0,3		1,4
Autres terrains	0,5	0,9	1,3	1,6	1,7	1,1	0,7	1,0	0,6	2,2		1,4
Résidences principales	10,6	32,2	23,0	18,3	22,1	34,8	45,2	43,1	45,6	30,8		31,2
Résidences secondaires	2,8	6,0	1,0	1,8	4,4	7,0	2,5	1,2	4,6	4,8		3,7
Immobilier urbain de rapport	3,9	10,9	13,4	17,5	20,1	12,8	9,1	10,7	6,5	24,5		14,8
Capital des entreprises individuelles (non agricoles)	0,9	1,6	31,3	5,9	19,5	1,3	1,8	1,2	1,7	0,9		5,1
Actions	1,0	0,3	1,2	20,9	3,8	11,6	2,4	1,7	0,3	4,9		4,7
Obligations	1,9	5,0	0,8	1,9	1,8	1,6	0,8	1,6	0,7	6,2		2,8
Liquidités	5,2	28,3	15,1	15,1	18,3	23,1	31,3	29,8	32,7	12,7		19,0
Forfait mobilier ²	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8		4,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

1. Ne comprend pas les forêts.

2. Non significatif compte tenu de la méthode d'évaluation utilisée.

Source : Direction de la prévision, ministère de l'Économie, tableau obligamment communiqué à notre demande et tiré du modèle MIR.

ANNEXE VPATRIMOINE MOYEN SELON LA CATÉGORIE
SOCIO-PROFESSIONNELLE. FRANCE. 1982

	<i>Patrimoine moyen de la catégorie</i> (en % du patrimoine moyen de l'ensemble des CSP)	<i>Patrimoine de la catégorie</i> (en % du patrimoine total)
Agriculteurs exploitants	248	10,3
Salariés agricoles	40	0,3
Artisans et petits commer- çants	173	9,3
Industriels et gros commer- çants	451	6,0
Professions non commer- ciales	319	4,2
Cadres supérieurs	184	9,9
Cadres moyens	80	10,3
Employés	60	7,8
Ouvriers	48	11,5
Inactifs	94	30,4
<i>Ensemble</i>	<i>100</i>	<i>100,0</i>

Source : *Rapport du Conseil des impôts* (1986), [7].

ANNEXE VI

Tableau 1. — Contributions de différents facteurs à l'inégalité patrimoniale (France 1980-1986)

<i>Variable(s)</i>	<i>Contribution simple ou croisée</i>
Age	8 à 10 %
Revenu lié à l'activité (Y)	20 %
Revenu total (R = Y + rev. du capital)	30 %
Catégorie socioprofessionnelle (CSP)	25 %
Origine sociale ⁽¹⁾	7 à 10 %
Age × Revenu (Y) ⁽²⁾	30 à 35 %
Age × Revenu (R)	40 à 45 %
Age × CSP	35 à 40 %
Age × Origine sociale	20 à 25 %
Age × Héritage ⁽³⁾	15 à 25 %
Age × Revenu (Y) × CSP	50 à 55 %
Age × Revenu (Y) × Héritage ⁽³⁾	40 à 45 %
Age × Revenu (Y) × CSP × Héritage ⁽³⁾	55 à 60 %
Age × Revenu (Y) × CSP × Héritage × Origine sociale × ...	65 à 70 % ?

⁽¹⁾ Niveau social du père du chef de ménage *ou*, pour les couples, du père du conjoint ; la contribution *jointe* de l'origine sociale du mari et de la femme vaut entre 20 et 25 %.

⁽²⁾ Lorsque l'on remplace le revenu Y par le revenu permanent YP, la contribution croisée « Age × YP » vaut environ 35 %, celle triple « Age × YP × Héritage » s'élèverait à 45 %.

⁽³⁾ Héritage : le fait d'avoir (déjà) hérité ou non (35 % des ménages concernés en 1986) correspond à la borne inférieure des plages de variation indiquées, le fait de posséder des actifs acquis pour une part substantielle par héritage ou donation (18 % de ménages concernés en 1980) à la borne supérieure de ces intervalles.

Sources : Enquêtes CREP 1980 et INSEE 1986.

ANNEXE VII

PRINCIPALES REVUES DANS LE DOMAINE PATRIMONIAL

PÉRIODICITÉ ►	QUOTIDIENNE	HEBDOMADAIRE	MENSUELLE	BIMENSUELLE	TRIMESTRIELLE	
DOMAINE COUVERT ▼						
REVUES NON SPÉCIALISÉES DANS UN SECTEUR PARTICULIER DU PATRIMOINE	Nationales : - La Tribune de l'Expansion - Les Échos Internationales : - Financial Times - International Herald Tribune - The Wall Street Journal	Nationales : - Investir - La Lettre des placements du particulier (L) - La Lettre recommandée (L) * - Le Figaro "économie" (le lundi) - Le Journal des finances - Le Nouvel Economiste - La Vie française - Valeurs actuelles Internationales : - The Economist	Nationales : - Banque et droit - Dynasteurs (Les Échos) - Épargner - Intérêts privés - Mieux Vivre - Les Cahiers de l'épargne - Le Particulier - Patrimoine actualités * - Le Revenu français - Semaine juridique (édition notariale et immobilière) - Science et vie "économie" Internationales : - Euramoney - Fortune - Money			
REVUES SPÉCIALISÉES DANS UN SECTEUR PARTICULIER DU PATRIMOINE	Assurances		- L'Argus * - La Lettre de l'assurance*	- L'Assureur conseil * - Référence *	- L'Assurance française * - La Tribune de l'assurance*	
	Banque		- Tel Press banque (L) - Actualités bancaire (L) *	- Banque * - Bancaire * - Journal des Caisses d'épargne *	- Revue de droit bancaire et de la Bourse *	
	Bourse	- AGEFI - La Cote Desfossés - La Cote officielle de la Société des Bourses françaises	- Bourse (L) - Business Bourse - La Lettre de la Bourse (L) - La Synthèse financière (L) - Options finances - Option placements - Prévisions - Tel Press placements (L)	- Bulletin mensuel de la Commission des opérations de Bourse *		- Revue notariale de l'assurance-vie *
	Fiscal - social juridique	- Liaisons sociales	- Feuille rapide Francis-Lefebvre - La Revue fiduciaire	- Dossier familial - Notes d'informations fiscales, sociales, juridiques		
	Immobilier			- Constructions neuves et anciennes - La Revue de l'habitat français - L'ICF - L'Immobilier - L'Indicateur Bertrand - L'Information immobilière - Logement et famille - Le Particulier immobilier		
	Europe			- Eurépargne - Revue du Marché commun		

(L) Lettres financières exclusivement consacrées à un secteur professionnel du patrimoine (assurances, etc).

* Revues, en principe, réservées aux professionnels.

cité in GULLON Pierre-Marie, LENGAIGNE Jean-Jacques : « Memento des professionnels du patrimoine 1991 », PATRIMOINE MANAGEMENT & TECHNOLOGIES, 1991.

La presse française
et l'information patrimoniale
(principales parutions)

Périodicité		Quotidienne	Hebdomadaire	Mensuelle	Bimestrielle	Trimestrielle
Vocation						
G E N E R E L E S S T E S			<ul style="list-style-type: none"> . Investir . La Lettre des placements du particulier . La Lettre recommandée . La Vie française . Le Figaro "Economie" . Le Journal des Finances . Option placements . Tel Press Placements . Valeurs actuelles 	<ul style="list-style-type: none"> . Capital . Dynasteurs (Les Echos) . Epargner . Le Particulier . Le Revenu français . Les Cahiers de l'Epargne . Mieux Vivre . Patrimoine actualités 	<ul style="list-style-type: none"> . Epargne et Finances . Finances Partenaires 	<ul style="list-style-type: none"> . Profession : Conseil en gestion de patrimoine
	Economie	<ul style="list-style-type: none"> . La Tribune (de l'Expansion) . Les Echos 	<ul style="list-style-type: none"> . Le Nouvel Economiste 	<ul style="list-style-type: none"> . Sciences et Vie "Economie" 		
	Banque		<ul style="list-style-type: none"> . Actualités bancaires . Tel Press banque 	<ul style="list-style-type: none"> . Banque . Journal des Caisses d'Epargne 	<ul style="list-style-type: none"> . Revue de droit bancaire et de la Bourse 	
	Marchés financiers	<ul style="list-style-type: none"> . AGEFI . La Cote Desfossés . La Cote officielle de la Société des Bourses françaises 	<ul style="list-style-type: none"> . Bourse . La Lettre de la Bourse . La Synthèse financière . Option Finance 	<ul style="list-style-type: none"> . Bulletin mensuel de la Commission des Opérations de Bourse . Marchés et techniques financières 	<ul style="list-style-type: none"> . Plus-values 	
	Assurance		<ul style="list-style-type: none"> . La Lettre de l'assurance . L'Argus 	<ul style="list-style-type: none"> . La revue du courtage . L'Assureur Conseil . Référence 		<ul style="list-style-type: none"> . Revue notariale de l'assurance-vie
	Immobilier			<ul style="list-style-type: none"> . L'activité immobilière . La Revue de l'Habitat français . L'ICF . L'Immobilier . L'information immobilière . Logement et famille 	<ul style="list-style-type: none"> . Investissement immobilier . Conseils 	
Juridique et fiscal	<ul style="list-style-type: none"> . Liaisons sociales 	<ul style="list-style-type: none"> . Feuille rapide Francis Lefebvre . La Revue Fiduciaire 	<ul style="list-style-type: none"> . La Semaine Juridique 			

ANNEXE IX

Les dépôts d'argent

Catégorie et type de produits	Taux de rendement total avant impôt	Exonération imposable (E) ou (I)	Durée liquidité	Ouvert (O) fermé (F)
1. Placements disponibles				
1.1 comptes chèques (rémunérés)	< 4,5 %	I	totale	NS
1.2 comptes sur livrets				
livrets A, bleu du Crédit Mutuel	4,5 %	E	quinzaine	NS
livrets B, Caisses d'Épargne et banques Codevi	4,5 %	I	quinzaine	NS
livret d'épargne populaire	5,5 % +	E	quinzaine	NS
2. Placements à terme				
comptes à terme et bons des banques	Tx mm -	I	+ d'un mois	NS
bons à intérêt progressif	4,5 à 7,5 %	I	1 à 5 ans	NS
report en bourse	Tx mm +	I	1 mois	NS
prêt hypothécaire	Tx LT +	I	long terme	NS
3. Placements affectés				
plan d'épargne logement	6,0 %	E	5 ans	NS
compte d'épargne logement	4,25 %	E	totale	NS
livret d'épargne d'entreprise	3,0 %	E	2 ans	NS
4. PEP-Financier	Tx LT-	E	8 ans	NS

Les autres produits à taux garantis

Catégorie et type de produits	Taux de rendement total avant impôt	Exonération imposable (E) ou (I)	Durée liquidité	Ouvert (O) fermé (F)
1. Titres de créances négociables	Tx mm	I	10 j. à 7 ans	NS
2. Fonds communs de créances	Tx LT -	I	2 à 4 ans	F
3. Opvcm à taux de rendement garanti				
fonds obligataires type "Fimaform"	Tx LT -	I	1 à 5 ans	O
fonds obligataires ou contrats	Tx LT -	I	2 ans	F
fonds monétaires type "CCF"	17 % sur 2 ans	I	2 ans	F
fonds d'actions type "Paribas"	8 % sur 2 ans	I	2 ans	O
4. Mandat avec contrat d'objectif (mandat de gestion Type "Oddo")	90 % CAC 40	I	3 ans	sur mesure

TAUX DE DÉTENTION DES ACTIFS SELON LE DÉCILE DE PATRIMOINE.
FRANCE, 1980
(en %)

	Comptes- chèques	Livrets bancaires	Livrets caisses d'épargne	Épargne logement	Comptes et dépôts à terme	Bons	Logement principal	Résidence secondaire	Obligations et emprunts	Actions	Immobilier de rapport	Terrains à bâtir et terres	Exploitations agricoles	Entreprises industrielles et commerciales
Décile 1	77,4	1,9	36,6	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Décile 2	88,5	4,1	55,1	3,9	—	—	0,6	—	—	—	—	2,0	2,2	—
Décile 3	88,4	14,1	64,3	12,2	—	—	1,2	—	0,4	1,5	—	0,8	—	0,1
Décile 4	90,0	17,4	75,2	24,2	—	0,3	3,5	1,8	—	3,1	0,9	3,1	2,3	1,8
Décile 5	82,6	25,6	70,9	23,4	—	2,9	52,9	4,6	0,6	4,8	1,3	3,6	0,8	6,6
Décile 6	91,3	18,6	71,3	16,8	—	2,6	76,1	10,4	3,1	5,2	1,1	10,0	3,2	5,1
Décile 7	93,6	21,8	71,7	15,3	1,0	2,0	80,9	10,7	2,2	7,8	4,8	13,1	5,5	5,9
Décile 8	95,2	25,3	67,0	29,8	—	10,3	82,6	16,2	4,1	12,9	8,7	16,9	3,5	4,9
Décile 9	99,4	34,1	71,9	22,0	0,5	13,8	76,4	27,3	13,5	26,5	21,4	28,0	19,2	16,2
Décile 10	93,7	33,4	68,5	29,0	2,8	15,8	85,3	46,0	19,7	37,1	48,6	49,5	32,1	27,1
Ensemble	90,4	19,6	65,3	17,7	0,4	4,8	46,0	11,7	4,4	9,9	8,7	12,7	6,9	6,8

Source: CREP, 1980, in [20].

ANNEXE XI

Taux de rendement par période et par école de peinture¹ (en %)

(en incluant toutes les reventes)

	1700-1961	1700-1869	1870-1913	1914-19491	1950-1961
Ensemble des peintres	0,65 (1 111)	1,86 (199)	3,57 (219)	-6,00 (79)	20,30 (7)
Peintres Anglais	-0,26 (554)	4,15 (50)	3,19 (127)	-6,90 (51)	-
Peintres non-Anglais²	1,55 (557)	1,09 (149)	4,10 (92)	-4,36 (28)	20,30 (7)
Peintres Hollandais	2,59 (149)	1,75 (48)	7,69 (19)	-1,06 (7)	32,68 (2)
Peintres Italiens	1,57 (169)	1,37 (58)	0,94 (26)	-1,10 (2)	-
Impressionnistes	4,06 (37)	-	11,90 (10)	-19,48 (5)	28,40 (1)

¹ Le taux apparaît sur la première ligne, le nombre de reventes apparaît entre parenthèses.² Dans le catalogue de REITLINGER, les peintres Hollandais, Italiens, et les impressionnistes sont des subdivisions de la catégorie « peintres non-Anglais ».**Taux de rendement par période et par école de peinture¹ (en %)**

(en incluant uniquement les reventes séparées par une période de 20 ans)

	1700-1961	1700-1869	1870-1913	1914-19491	1950-1961
Ensemble des peintres	0,87 (723)	2,59 (111)	2,19 (77)	-2,79 (11)	-
Peintres Anglais	-0,35 (357)	4,76 (25)	0,29 (48)	-4,37 (6)	-
Peintres non-Anglais	2,06 (366)	1,96 (86)	5,33 (29)	-0,89 (5)	-
Peintres Hollandais	2,66 (95)	2,35 (25)	13,71 (4)	-	-
Peintres Italiens	2,18 (129)	1,95 (36)	4,40 (10)	-1,10 (2)	-
Impressionnistes	3,32 (21)	-	4,93 (2)	3,60 (1)	-

¹ Le taux apparaît sur la première ligne, le nombre de reventes apparaît entre parenthèses.Source : GINSBURGH Victor et BUELENS Nathalie : « Revisiting Baumol's unnatural value of art as a floating crap game », European Economic Review N° 37, 1993, pp. 1354.

ANNEXE XII

Taux de rendement par période et par école de peinture¹ (en %)

(en excluant la période 1914-1949)

	En incluant toutes les reventes	En incluant uniquement les reventes « non-spéculatives »²
Ensemble des peintres	3,04 (425)	2,43 (188)
Peintres Anglais	3,46 (177)	1,82 (73)
Peintres non-Anglais¹	2,75 (248)	2,80 (115)
Peintres Hollandais	4,28 (69)	3,92 (29)
Peintres Italiens	1,24 (84)	2,48 (46)
Impressionnistes	13,40 (11)	4,93 (2)

¹ Le taux apparaît sur la première ligne, le nombre de reventes apparaît entre parenthèses.

² C'est-à-dire en incluant uniquement les reventes séparées par une période de 20 ans

Taux de rendement moyen et leurs écarts-type¹

	En incluant toutes les reventes	En incluant uniquement les reventes « non-spéculatives »²
Ensemble des peintres	0,65 (10,80)	0,87 (5,27)
Peintres Anglais	-0,26 (10,64)	-0,35 (5,56)
Peintres non-Anglais¹	1,55 (10,88)	2,06 (3,89)
Peintres Hollandais	2,59 (10,26)	2,66 (4,68)
Peintres Italiens	1,57 (8,72)	2,18 (4,22)
Impressionnistes	4,06 (15,57)	3,32 (6,27)

¹ Le taux apparaît sur la première ligne, l'écart-type apparaît entre parenthèses.

² C'est-à-dire en incluant uniquement les reventes séparées par une période de 20 ans

ANNEXE XIV

Taux de rendement par période et par école de peinture (en %)(comparaison des taux obtenus en incluant toutes les ventes¹ ou seulement les reventes)²

	1700-1961 ³	1700-1869 ³	1870-1913	1914-19491	1950-1961
Ensemble des peintres	0,91	1,09	3,49	-4,19	9,63
	<i>0,65</i>	<i>1,86</i>	<i>3,57</i>	<i>-6,00</i>	<i>20,30</i>
Peintres Anglais	0,57	2,12	2,24	-4,59	3,44
	<i>-0,26</i>	<i>4,15</i>	<i>3,19</i>	<i>-6,90</i>	---
Peintres non-Anglais²	1,07	0,88	4,53	-3,51	11,48
	<i>1,55</i>	<i>1,09</i>	<i>4,10</i>	<i>-4,36</i>	<i>20,30</i>
Peintres Hollandais	1,23	1,03	5,01	-3,94	1,99
	<i>2,59</i>	<i>1,75</i>	<i>7,69</i>	<i>-1,06</i>	<i>32,68</i>
Peintres Italiens	0,87	1,28	3,53	-1,59	0,16
	<i>1,57</i>	<i>1,37</i>	<i>0,94</i>	---	---
Impressionnistes	2,96 ⁴	---	6,26	-2,94	23,76
	<i>4,06</i>	---	<i>11,90</i>	<i>-19,48</i>	<i>28,40</i>

¹ Il s'agit alors du taux obtenu par la méthode des régressions hédonistiques. Il est indiqué sur la première ligne.

² Il s'agit du taux obtenu initialement (ANNEXE XI), à partir de l'ensemble des reventes. Il est indiqué en italique.

³ Le coefficient de régression a été calculé à partir de 1750, car le nombre d'observations entre 1700 et 1750 est trop faible.

⁴ Pour les impressionnistes, ce taux est calculé sur la période 1870-1961.

ANNEXE XV : Extrait d'un catalogue de vente sur offres des établissements CERES

FRANCE

EMISSION DE 1849

					Cote Cérés	Prix minimal
1	*	1	10c. bistre jaune, frais, TB.....	Br.Ph	12 500	4 750
2	*	1d	10c. bistre, frais, TB.....	C..Ph	12 500	4 000
3	(*)	1d	10c. bistre, belles marges, neuf sans gomme, frais, TTB.....	C..Ph	4 000	1 250
4		1	10c. bistre jaune, avec filet des voisins, obl. GRILLE, Superbe.....	C..Ph		2 500
5		1	10c. bistre jaune, oblitéré GRILLE doublées, belles marges, TB.....	C..Ph	2 850	1 200
6		1	10c. bistre jaune, petit pli horiz., oblitéré PC 441, aspect TB.....	Ph	2 850	400
7		1	10c. bistre jaune, oblitéré roulette de CROS POINTS, TTB.....	Ph	3 250	1 150
8		1a	10c. bistre brun, obl. PC 375 s. fragment, TTB.....	Ph	3 500	1 300
9		1b	10c. BISTRE VERDATRE, oblitéré GRILLE, TB.....	Ph	3 500	1 500
10		1b	10c. BISTRE VERDATRE, obl. GRILLE sur fragt, cursive 46/NASBINALS, indice 20, TB.....	Br.Ph		1 800
11		1c	10c. BISTRE VERDATRE FONCE, obl. GRILLE, très belle nuance, certifiée Calves au verso.....	Br.Ph	6 850	1 750
12		1d	10c. bistre, oblitéré PC 2650, TB.....	Br.Ph	2 850	1 000
13		T1	10c. bistre, TETE BECHE, FAUX SPERATI, TB.....	Ph		1 500
14	☒	1	10c. bistre jaune, obl. PC 1912 s. LAC, cad léger MASSAT 8/7/53, TB.....	C..Ph	4 650	1 450
15	☒	1	10c. bistre jaune, obl. OR (3 fois) s. LAC du 27/1/54, certif. Robineau, TB.....	Ph		5 000
16	☒	1	10c. bistre jaune, PAIRE, obl. PC 2534 s. LAC, cad T15 NAPOLEONVILLE 2/6/52, très frais, Sup.Ph	Ph	12 000	6 000
17	☒	1	10c. bistre jaune, PAIRE, filet partiellement entamé à dr., obl. PC 2705 s. LAC, TB.....	C..Ph	12 000	1 650
18	☒	1	10c. bistre jaune, PAIRE, 1 timb. filet mordu à dr., l'autre superbe + N°6 lf. entamé en bas, tous obl. GRILLE SANS FIN s. LAC, cad PARIS (60) 17/12/52, arr. SPIELFELD 21/12 (Autriche), frais et très plaisant.....	Ph	42 500	2 500
19	☒	1a	10c. bistre brun, très belle nuance, obl. PC s. LSC, cad T15 MEZIN 28/2/53, TB.....	C..Ph	5 750	1 950
20	☒	1a	10c. bistre brun, juste à gauche filet intact, obl. PC 3139 s. LSC, cad T14 ST JUNIEN 28/4/52, TB.....	Ph	5 750	1 000
21	☒	1a	10c. bistre brun, PAIRE, filet effil. s. 3/4m, obl. PC 2323 s. Env. adressée à un militaire (Tarif 20c.), cursive 19/OLMETTO, TB.....	C..Ph		3 500
22	☒	1a	10c. bistre brun (2), obl. PC 135(4) s. Env., cad T14 RUMEL 8/10/52, Affrt à 20c. tarif pour un militaire, TB.....	Ph		2 000
23	☒	1b	10c. BISTRE VERDATRE, obl. GRILLE s. LSC, cad T15 NAPOLEON VENDEE 13/6/51, TB.....	Ph	6 000	1 650
24	☒	1d	10c. bistre, belles marges, obl. GRILLE sur LSC, cad T15 CAUMONT 20/4/50, TB.....	Ph	4 650	1 650
25	(*)	2	15c. vert foncé, neuf sans gomme, frais, TB.....	C..Ph	48 000	12 500
26		2	15c. vert, grandes marges dont voisins à dr. et à g., obl. ETOILE, TTB/Superbe.....	C..Ph	7 250	2 650
27		2	15c. vert, oblitéré GRILLE, TB.....	Ph	7 250	2 000
28		2	15c. vert, effleuré partiellement à g., sinon belles marges, oblitération légère, B/TB.....	Ph	7 250	650
29		2	15c. vert, oblitéré GRILLE SANS FIN, sur fragment, TB.....	Ph	7 250	2 750
30		2	15c. vert, PAIRE, oblitérée GRILLE, Superbe.....	C..Ph	19 000	9 500
31		2c	15c. vert jaune, oblitéré ETOILE fine, Superbe.....	C..Ph	8 000	4 000
32	☒	2	15c. vert, obl. GRILLE s. LAC, cad PP rouge, TTB.....	C..Ph	11 500	5 000
33	☒	2	15c. vert, court en haut, oblitéré ETOILE s. LAC, au verso cad PARIS (60) 17/11/52, très plaisant.....	Ph	11 500	1 000
34	☒	2b	15c. vert foncé, belles marges, obl. ETOILE s. LAC, au verso cad PARIS 27/7/52, TTB.....	C..Ph	13 000	4 500
35	☒	2d	15c. VERT TRES FONCE, bien margé, obl. ETOILE s. LSC, au verso cad PARIS (60) 2/12/52, nom du destinataire effacé, signé Roumet, TB.....	Ph	18 500	5 500
36	**	3	20c. noir sur jaune, infime pli d'angle, sinon frais et TB.....	C..Ph	2 400	400
37	**	3	20c. noir sur jaune, BLOC de 4, impression RECTO-VERSO, ch. sur paire supérieure, TTB.....	Ph		4 000
38	*	3	20c. noir sur jaune, TTB.....	Br.Ph	2 400	950
39	*	3a	20c. noir sur blanc, TB.....	C..Ph	3 750	1 500
40	*	3a	20c. noir sur blanc, BLOC de 4, la gomme semble un peu étendue, TB.....	Br.Ph	17 500	3 250
41	(*)	3	20c. noir sur jaune, BLOC de 4 de FEUILLE de PASSE, TB.....	Ph		650
42	(*)	3g	20c. noir intense sur blanc, neuf sans gomme, frais, TTB.....	C..Ph	2 000	450
43		3	20c. noir sur jaune, oblitéré GRILLE, TTB.....			150
44		3	20c. noir sur jaune, obl. CROIX de TROYES, RR, TTB.....	C..Ph	13 500	5 000
45		3	20c. noir sur jaune, oblitéré GRILLE ROUGE s. petit fragment, TB.....	C..Ph	6 500	2 000
46		3	20c. noir sur jaune, oblitéré cad T13 et plume, TB.....	Ph	2 100	600
47		3	20c. noir sur jaune, petit bdf, oblitéré cad tardif, TB.....			400
48		3	20c. noir sur jaune, oblitéré 2 barres à la plume, TB.....	Ph		500
49		3	20c. noir sur jaune, oblitéré cad T15 BLOIS 1 JANV 49, TB.....	Ph	7 000	2 000
50		3	20c. noir sur jaune, PAIRE avec grand bdf, obl. GRILLE, TTB.....	C..Ph		1 100
51		3	20c. noir sur jaune, BANDE de 5, obl. GRILLE s. fragment, marges tout autour, TB.....	Ph	9 000	2 500
52		3	20c. noir sur jaune (3) et noir sur blanc (3), tous oblitérés, B/TB.....		1 800	325
53		3	20c. noir sur jaune + N°4 25c. (2) bleu et bleu foncé, tous obl. GRILLE et TB.....		775	275
54		3a	20c. noir sur blanc, belles marges, oblitéré GRILLE, TTB/Superbe.....	Ph	325	200
55		3a	20c. noir sur blanc, obl. cachet à date MOYEN léger PARIS (60) 1 JANV 1849, TB.....	C..Ph	11 500	2 000
56		3a	20c. noir sur blanc, PAIRE oblitérée GRILLE, TTB.....		800	300
57		3b	20c. noir sur teinté, oblitéré GRILLE, grandes marges, TTB.....		285	150
58		3b	20c. noir sur teinté, oblitéré PC, petit pli vertical, Aspect TB.....	C..Ph	4 500	500
59		3e	20c. GRIS NOIR, oblitéré GRILLE, certif. Calves, très belle nuance, TTB.....	C..Ph	4 350	1 350
60		3e	20c. GRIS NOIR, PAIRE obl. GRILLE, nuance nette, TB, certif. Calves.....	C..Ph	+ 8 700	2 250
61		3g	20c. noir intense sur blanc, PAIRE oblitérée GRILLE, TTB.....	Ph	+ 1 500	550
62		3h	20c. noir intense sur teinté, oblitéré GRILLE, TB.....		575	200
63		3i	20c. noir sur fauve, oblitéré GRILLE, Superbe NUANCE, TTB.....	Ph	5 650	1 350
64		T3	20c. noir sur jaune, TETE BECHE obl., FAUX SPERATI, TB.....			500

ANNEXE XVI : Photographies d'une partie des lots proposés dans l'annexe XV



ANNEXE XVII**Résultats du test sur le modèle de régression linéaire simple, appliqué à 10 ventes sur offres.**Grille de lecture de la matrice des résultats

B	cste
SE B	SE-cste
r ²	sey
F	df
ssreg	ssresid

SE B	Valeur de l'erreur type correspondant au coefficient B
SE-cste	Valeur de l'erreur type correspondant à la constante (cste)
r ²	Le coefficient de corrélation
sey	L'erreur type pour la valeur y estimée.
F	La statistique F de FISHER-SNEDECOR
df	Les degrés de liberté.
ssreg	La somme de régression des carrés.
ssresid	La somme résiduelle des carrés.

Vente sur offres du 6 décembre 1994

0,55145381 -41,3068148
 0,00946928 69,5769579
 0,91476601 1121,10057
 3391,44092 316
 4262588444 397169811

Vente sur offre du 7 décembre 1993

0,54465624 68,1022565
 0,00730054 84,8946891
 0,92999043 1660,72042
 5565,89615 419
 1,5351E+10 1155598785

Vente sur offres du 12 juin 1990

0,64812645 -58,1562145
 0,01097855 45,6999283
 0,91063994 728,899253
 3485,21308 342
 1851673221 181702590

Vente sur offres du 17 décembre 1991

0,52213769 145,228297
 0,01330934 64,902813
 0,8314484 982,400266
 1539,06521 312
 1485367663 301114408

Vente sur offres du 18 décembre 1990

0,63281856 -97,2771394
 0,01233861 78,7976967
 0,89885264 1230,06448
 2630,42331 296
 3979984706 447865355

Vente sur offres du 21 décembre 1993

0,57210534 5,30391791
 0,00614523 83,2622064
 0,95630657 1603,15534
 8667,1482 396
 2,2275E+10 1017762385

Vente sur offres du 22 juin 1993

0,57001492 93,3317029
 0,01051349 47,0615682
 0,8794328 814,349915
 2939,53417 403
 1949398479 267255811

Vente sur offres du 22 décembre 1992

0,60816318 -19,469932
 0,007362 78,658919
 0,94777886 1440,77509
 6824,14925 376
 1,4166E+10 780513155

Vente sur offres du 25 juin 1991

0,64986904 0,03154268 0,39258 471,441462
 0,01633514 138,106265 0,01006 70,0250313
 0,80927814 2474,96962 0,82992 1123,03897
 1582,72755 373 1522,47 312
 9694957466 2284802042 1,9E+09 393499556

Vente sur offres du 30 juin 1992

ANNEXE XVIII**Liste des timbres dont les cotes ont été soumises au test de l'efficience**

Etat	Numéro Y&T	Etat	Numéro Y&T	Etat	Numéro Y&T	Etat	Numéro Y&T
Neuf	1	Neuf	49	Neuf	112	Neuf	258
Neuf	2	Neuf	50	Neuf	113	Neuf	259
Neuf	3	Neuf	51	Neuf	114	Neuf	260
Neuf	4	Neuf	52	Neuf	115	Neuf	261
Neuf	5	Neuf	53	Neuf	116	Neuf	262
Neuf	6	Neuf	54	Neuf	118	Neuf	262B
Neuf	7	Neuf	55	Neuf	119	Neuf	266
Neuf	8	Neuf	56	Neuf	120	Neuf	267
Neuf	9	Neuf	57	Neuf	121	Neuf	268
Neuf	10	Neuf	58	Neuf	122	Neuf	269
Neuf	11	Neuf	59	Neuf	123	Neuf	274
Neuf	12	Neuf	60	Neuf	124	Neuf	275
Neuf	13	Neuf	61	Neuf	126	Neuf	276
Neuf	14	Neuf	62	Neuf	127	Neuf	277
Neuf	15	Neuf	63	Neuf	128	Neuf	285
Neuf	16	Neuf	64	Neuf	131	Neuf	287
Neuf	17	Neuf	65	Neuf	132	Neuf	294
Neuf	17A	Neuf	66	Neuf	133	Neuf	296
Neuf	18	Neuf	67	Neuf	136	Neuf	297
Neuf	19	Neuf	68	Neuf	143	Neuf	300
Neuf	20	Neuf	69	Neuf	145	Neuf	301
Neuf	21	Neuf	70	Neuf	147	Neuf	302
Neuf	22	Neuf	71	Neuf	150	Neuf	303
Neuf	23	Neuf	72	Neuf	151	Neuf	305
Neuf	24	Neuf	73	Neuf	152	Neuf	308
Neuf	25	Neuf	74	Neuf	153	Neuf	310
Neuf	26	Neuf	75	Neuf	154	Neuf	313
Neuf	27	Neuf	76	Neuf	155	Neuf	321
Neuf	28	Neuf	77	Neuf	156	Oblitéré	1
Neuf	29	Neuf	78	Neuf	161	Oblitéré	2
Neuf	30	Neuf	79	Neuf	169	Oblitéré	3
Neuf	31	Neuf	80	Neuf	182	Oblitéré	4
Neuf	32	Neuf	81	Neuf	188	Oblitéré	5
Neuf	33	Neuf	82	Neuf	206	Oblitéré	6
Neuf	34	Neuf	84	Neuf	207	Oblitéré	7
Neuf	35	Neuf	86	Neuf	208	Oblitéré	9
Neuf	36	Neuf	89	Neuf	216	Oblitéré	10
Neuf	37	Neuf	90	Neuf	231	Oblitéré	11
Neuf	38	Neuf	91	Neuf	232	Oblitéré	12
Neuf	39A	Neuf	92	Neuf	240	Oblitéré	15
Neuf	40A	Neuf	93	Neuf	241	Oblitéré	16
Neuf	40B	Neuf	94	Neuf	242	Oblitéré	17
Neuf	41B	Neuf	95	Neuf	250	Oblitéré	17A
Neuf	42B	Neuf	96	Neuf	251	Oblitéré	18
Neuf	43A	Neuf	97	Neuf	252	Oblitéré	19
Neuf	44A	Neuf	98	Neuf	253	Oblitéré	24
Neuf	45A	Neuf	99	Neuf	254	Oblitéré	26
Neuf	46A	Neuf	103	Neuf	255	Oblitéré	27
Neuf	47	Neuf	104	Neuf	256	Oblitéré	30
Neuf	48	Neuf	105	Neuf	257A	Oblitéré	31

ANNEXE XVIII (suite)**Liste des timbres dont les cotes ont été soumises au test de l'efficience**

Etat	Numéro Y&T	Etat	Numéro Y&T
Oblitéré	32	Oblitéré	253
Oblitéré	33	Oblitéré	254
Oblitéré	35	Oblitéré	255
Oblitéré	36	Oblitéré	256
Oblitéré	39A	Oblitéré	257A
Oblitéré	40A	Oblitéré	262
Oblitéré	40B	Oblitéré	262B
Oblitéré	41B	Oblitéré	266
Oblitéré	42B	Oblitéré	267
Oblitéré	43A	Oblitéré	268
Oblitéré	44A	Oblitéré	269
Oblitéré	45A	Oblitéré	321
Oblitéré	46A		
Oblitéré	47		
Oblitéré	48		
Oblitéré	49		
Oblitéré	52		
Oblitéré	61		
Oblitéré	62		
Oblitéré	63		
Oblitéré	64		
Oblitéré	68		
Oblitéré	70		
Oblitéré	74		
Oblitéré	76		
Oblitéré	81		
Oblitéré	84		
Oblitéré	86		
Oblitéré	91		
Oblitéré	93		
Oblitéré	95		
Oblitéré	99		
Oblitéré	104		
Oblitéré	105		
Oblitéré	122		
Oblitéré	150		
Oblitéré	151		
Oblitéré	152		
Oblitéré	153		
Oblitéré	154		
Oblitéré	155		
Oblitéré	156		
Oblitéré	166		
Oblitéré	167		
Oblitéré	168		
Oblitéré	169		
Oblitéré	216		
Oblitéré	231		
Oblitéré	232		
Oblitéré	252		

ANNEXE XIX : Identification de la tendance par une fonction Spline

		Fonctions Spline				1939 - 1947
		$\ln P = a_0 + a_1 W_1 + a_2 W_2 + a_3 W_3$				1948 - 1980
		a3	a2	a1	a0	1981 - 1994
Neufs 15		-0,00485197	-0,32710377	0,43195941	-835,767905	
		0,00968988	0,01764526	0,01610471	31,3226608	
		0,99273469	0,18341056	#N/A	#N/A	
		2375,018	52	#N/A	#N/A	
		239,662765	1,74925038	#N/A	#N/A	
Neufs 16		-0,022243	-0,24218763	0,3548583	-535,847917	
		0,01126274	0,02050943	0,01871882	36,4059509	
		0,98995551	0,21318174	#N/A	#N/A	
		1706,49373	52	#N/A	#N/A	
		232,934946	2,36321551	#N/A	#N/A	
Neufs 17		0,03391204	-0,15793813	0,26953943	-519,648542	
		0,0170727	0,03108937	0,02837505	55,18773	
		0,97456529	0,32315302	#N/A	#N/A	
		654,685411	52	#N/A	#N/A	
		203,235372	5,43024951	#N/A	#N/A	
Neufs 17A		0,02351451	-0,25390794	0,33954803	-555,042452	
		0,01644044	0,02993303	0,02732424	53,14395	
		0,97121043	0,31118552	#N/A	#N/A	
		584,736535	52	#N/A	#N/A	
		169,871534	5,0354975	#N/A	#N/A	
Neufs 18		0,04165565	-0,23804143	0,32714973	-530,890155	
		0,01352591	0,02463067	0,02248025	43,7228847	
		0,96192402	0,25601919	#N/A	#N/A	
		944,775258	52	#N/A	#N/A	
		165,778219	3,40838265	#N/A	#N/A	
Neufs 19		-0,00813118	-0,13215564	0,2834873	-551,551169	
		0,0142077	0,0258722	0,02361339	45,9265767	
		0,98989416	0,26892413	#N/A	#N/A	
		1697,84845	52	#N/A	#N/A	
		358,365715	3,7606497	#N/A	#N/A	
Neufs 20		-0,02903764	-0,13983782	0,27956783	-542,944569	
		0,01485667	0,02705398	0,02469199	48,0243863	
		0,98669668	0,2812079	#N/A	#N/A	
		1285,59997	52	#N/A	#N/A	
		304,987573	4,11204992	#N/A	#N/A	

Grille de lecture de la matrice des résultats

B	cste
SE B	SE-cste
r ²	sey
F	df
ssreg	ssresid

SE B	Valeur de l'erreur type correspondant au coefficient B
SE-cste	Valeur de l'erreur type correspondant à la constante (cste)
r ²	Le coefficient de corrélation
sey	L'erreur type pour la valeur y estimée.
F	La statistique F de FISHER-SNEDECOR
df	Les degrés de liberté.
ssreg	La somme de régression des carrés.
ssresid	La somme résiduelle des carrés.

**ANNEXE XX : Test de l'efficience sous sa forme faible sur les prix corrigés de la
tendance**

Tests individuels de bruits blancs

Neufs 15	Moyenne = 35,8760579 Ecart type = 270,067227 z = 0,9851768 r(1) = -0,01835289	Moyenne = -0,3056175 Ecart type = 3,41741693 z = -0,66322608 r(1) = -0,00163458	Neufs 16
Neufs 17	Moyenne = -0,33929648 Ecart type = 3,6679657 z = -0,65054612 r(1) = -0,06791155	Moyenne = -4,50044013 Ecart type = 35,7070481 z = -0,93472183 r(1) = -0,01752532	Neufs 17A
Neufs 18	Moyenne = -0,47945496 Ecart type = 2,66691769 z = -1,32335022 r(1) = -0,02752221	Moyenne = 0,63752777 Ecart type = 3,16200362 z = 1,49526473 r(1) = 0,0253477	Neufs 19
Neufs 20	Moyenne = -0,02403295 Ecart type = 1,52702932 z = -0,11671887 r(1) = 0,03147558	Moyenne = -1,44680134 Ecart type = 6,29881749 z = -1,70345719 r(1) = -0,0419448	Neufs 21
Neufs 22	Moyenne = 4,91761708 Ecart type = 31,4663393 z = 1,15901707 r(1) = -0,02433502	Moyenne = 0,23683909 Ecart type = 1,32694198 z = 1,32367935 r(1) = -0,17978715	Neufs 23
Neufs 24	Moyenne = -1,68684555 Ecart type = 13,9400194 z = -0,89741492 r(1) = -0,0177563	Moyenne = -0,05571853 Ecart type = 3,62375514 z = -0,1140308 r(1) = -0,02924871	Neufs 25
Neufs 26	Moyenne = 2,9017429 Ecart type = 21,5465035 z = 0,99876536 r(1) = -0,01926489	Moyenne = 0,26179893 Ecart type = 7,03709391 z = 0,27590265 r(1) = -0,00108648	Neufs 27

ANNEXE XXI

INFLATION ET INDICES BRUTS
ET NETS DES COTES PHILATELIQUES
(FRANCE, 1900-1993)

	PRIX	IBCP	IBCP	INCP	INCP	TAC	TAC
		obl.	neufs	obl.	neufs	neufs	obl;
						%	%
	A	B	C	D	E	F	G
1900	0,15	0,08	0,14	51,38	94,06	-	-
1901	0,16	0,09	0,15	55,76	95,13	8,83	9,16
1902	0,17	0,08	0,16	45,20	90,21	2,04	-6,77
1903	0,19	0,08	0,19	41,75	99,97	19,24	-7,26
1904	0,20	0,09	0,19	43,29	93,41	0,54	-4,57
1905	0,22	0,09	0,19	40,23	87,20	0,44	-5,18
1906	0,23	0,09	0,21	38,18	88,03	8,62	-5,23
1907	0,25	0,10	0,21	40,77	82,60	1,62	-3,53
1908	0,28	0,11	0,21	38,96	77,15	2,37	-3,70
1909	0,30	0,11	0,22	36,23	70,84	0,64	-4,15
1910	0,33	0,13	0,22	39,68	64,83	0,30	-2,78
1911	0,38	0,14	0,23	36,72	59,38	5,61	-3,33
1912	0,41	0,16	0,24	38,70	58,38	4,80	-2,60
1913	0,44	0,18	0,25	41,36	57,56	5,11	-1,87
1914	0,46	0,25	0,28	53,59	59,43	10,06	0,20
1915	0,56	0,32	0,29	57,52	51,32	3,62	0,75
1916	0,62	0,33	0,29	53,64	46,51	0,70	0,22
1917	0,74	0,42	0,32	55,91	43,66	12,64	0,50
1918	1,45	0,51	0,42	35,41	28,98	29,95	-6,35
1919	1,78	0,84	0,66	47,23	36,81	55,63	-4,32
1920	2,48	1,20	1,18	48,50	47,62	80,31	-3,93
1921	2,15	2,28	1,79	105,83	83,04	51,37	-0,45
1922	2,11	2,30	1,80	108,96	85,44	0,73	-0,30
1923	2,29	2,09	1,32	91,28	57,50	-26,78	-1,13
1924	2,62	2,13	1,34	81,43	51,34	1,96	-1,62
1925	3,36	2,23	1,45	66,39	43,12	7,92	-2,62
1926	4,43	2,49	1,79	56,34	40,43	23,40	-3,35
1927	4,59	3,23	2,58	70,36	56,28	44,35	-2,40
1928	4,65	3,94	3,12	84,88	67,22	20,88	-1,65
1929	4,93	4,14	3,47	84,00	70,33	11,00	-1,63
1930	4,98	4,39	3,73	88,17	74,75	7,45	-1,42
1931	4,76	4,60	3,81	96,58	80,11	2,35	-1,10
1932	4,36	4,74	3,90	108,60	89,27	2,18	-0,73
1933	4,20	4,82	3,97	114,90	94,45	1,79	-0,54
1934	4,03	4,82	4,10	119,53	101,69	3,30	-0,41
1935	3,69	4,14	3,85	112,28	104,21	-6,13	-0,56
1936	4,54	4,35	4,21	95,90	92,66	9,37	-1,09
1937	5,71	4,35	4,36	76,22	76,33	3,54	-1,86
1938	6,48	4,84	4,97	74,73	76,74	14,22	-1,87
1939	6,94	5,85	6,18	84,29	89,13	24,27	-1,50

	PRIX	IBCP	IBCP	INCP	INCP	TAC	TAC
		obl.	neufs	obl.	neufs	neufs	obl;
						%	%
	A	B	C	D	E	F	G
1940	8,16	6,62	7,15	81,14	87,63	15,72	-1,57
1941	9,52	9,32	8,68	97,90	91,15	21,29	-1,01
1942	11,44	17,09	13,04	149,40	113,94	50,25	0,17
1943	14,20	38,79	29,88	273,21	210,43	129,19	1,83
1944	17,38	49,46	43,23	284,64	248,79	44,71	1,90
1945	25,81	50,42	46,09	195,39	178,59	6,60	0,45
1946	39,38	63,35	58,42	160,87	148,36	26,77	-0,24
1947	58,71	80,90	70,44	137,78	119,97	20,57	-0,75
1948	80,38	84,76	78,23	105,45	97,33	11,06	-1,53
1949	90,91	88,31	91,12	97,14	100,24	16,48	-1,69
1950	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	9,74	-1,59
1951	116,20	100,85	114,68	86,79	98,69	14,68	-1,88
1952	130,03	99,44	114,98	76,47	88,43	0,26	-2,11
1953	132,24	101,77	123,79	76,96	93,61	7,66	-2,06
1954	133,43	109,78	130,30	82,28	97,65	5,26	-1,90
1955	132,23	117,36	140,37	88,76	106,16	7,73	-1,73
1956	144,39	119,65	147,35	82,86	102,04	4,97	-1,83
1957	149,01	123,70	158,75	83,02	106,53	7,74	-1,80
1958	172,56	145,02	176,01	84,04	102,00	10,87	-1,74
1959	183,19	176,41	206,93	96,30	112,96	17,57	-1,47
1960	189,78	225,14	247,30	118,63	130,31	19,51	-1,10
1961	196,04	240,34	265,01	122,59	135,18	7,16	-1,02
1962	205,45	268,07	298,00	130,48	145,05	12,45	-0,90
1963	215,52	283,65	316,30	131,61	146,76	6,14	-0,87
1964	222,20	335,44	373,30	150,96	168,00	18,02	-0,64
1965	228,20	404,74	459,30	177,36	201,27	23,04	-0,38
1966	235,51	506,29	564,44	214,98	239,67	22,89	-0,07
1967	242,81	629,88	680,88	259,42	280,42	20,63	0,22
1968	254,22	690,72	739,85	271,71	291,03	8,66	0,28
1969	271,00	733,41	776,40	270,64	286,50	4,94	0,27
1970	285,09	832,42	905,43	291,99	317,60	16,62	0,38
1971	301,05	938,47	1 043,96	311,73	346,77	15,30	0,48
1972	318,21	1 023,12	1 164,44	321,52	365,93	11,54	0,52
1973	341,12	1 034,99	1 180,97	303,41	346,20	1,42	0,42
1974	387,86	1 121,00	1 283,60	289,02	330,95	8,69	0,34
1975	433,24	1 398,67	1 537,49	322,84	354,89	19,78	0,50
1976	476,13	1 617,28	1 740,44	339,67	365,54	13,20	0,57
1977	520,41	1 936,37	2 042,41	372,09	392,46	17,35	0,69
1978	570,89	2 204,95	2 433,94	386,23	426,34	19,17	0,73
1979	637,68	2 629,18	2 796,84	412,30	438,60	14,91	0,82
1980	724,40	3 212,07	3 425,57	443,41	472,88	22,48	0,91
1981	825,10	3 966,90	4 034,98	480,78	489,03	17,79	1,01
1982	905,13	4 845,57	4 994,90	535,34	551,84	23,79	1,15
1983	989,31	5 073,80	5 583,80	512,86	564,41	11,79	1,08
1984	1 055,59	5 513,19	6 112,02	522,28	579,01	9,46	1,09
1985	1 105,21	5 619,59	6 344,89	508,47	574,09	3,81	1,04
1986	1 128,41	5 715,13	6 577,75	506,47	582,92	3,67	1,02
1987	1 163,40	5 790,57	6 704,04	497,73	576,25	1,92	0,99
1988	1 198,30	5 828,20	6 937,34	486,37	578,93	3,48	0,95
1989	1 241,44	6 105,63	7 400,06	491,82	596,09	6,67	0,95
1990	1 283,64	6 277,81	7 821,13	489,06	609,29	5,69	0,94
1991	1 324,72	6 321,75	8 370,95	477,21	631,90	7,03	0,90
1992	1 355,19	6 513,93	8 879,07	480,67	655,19	6,07	0,90
1993	1 387,71	6 526,31	9 008,70	470,29	649,18	1,46	0,86

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	,91548	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,83811	Regression	178	4866,93239	27,34232
Adjusted R Square	,83346	Residual	6191	940,08959	,15185
Standard Error	,38968				

F = 180,06399 Signif F = ,0000

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N126	-1,711330	,076352	-,139816	-22,414	,0000
N127	-1,591494	,072382	-,141135	-21,588	,0000
N128	-,976477	,074653	-,081785	-13,280	,0000
N12A	-1,059399	,062454	-,112355	-16,263	,0000
N13	-,940627	,058514	-,111720	-16,075	,0000
N131	-1,976145	,068055	-,194907	-29,037	,0000
N131C	-1,620542	,113331	-,079482	-14,299	,0000
N132	-1,875954	,069205	-,180133	-27,107	,0000
N132B	-1,546829	,130968	-,064139	-11,311	,0000
N133	-1,192724	,070716	-,109140	-16,366	,0000
N136A	-1,410774	,082542	-,102826	-17,092	,0000
N13A	-1,219552	,085066	-,082982	-14,337	,0000
N13E	-1,201381	,080838	-,087564	-14,362	,0000
N13H	-1,030665	,111932	-,050551	-9,208	,0000
N14	-1,061255	,054874	-,145441	-19,340	,0000
N142A	-2,495122	,102242	-,138719	-24,404	,0000
N143	-2,702337	,076575	-,223576	-35,290	,0000
N145	-2,213474	,071495	-,202544	-30,960	,0000
N14E	-1,258628	,087697	-,082421	-14,352	,0000
N14L	-1,148619	,083544	-,080985	-13,749	,0000
N15	-,217135	,053894	-,030020	-4,029	,0001
N152	-1,391253	,125080	-,060499	-11,123	,0000
N153	-1,002238	,108988	-,050878	-9,196	,0000
N154	-,537424	,105919	-,028174	-5,074	,0000
N155	,001762	,100963	9,796E-05	,017	,9861
N156	-1,467425	,071027	-,132910	-20,660	,0000
N161	-2,922498	,080144	-,226264	-36,465	,0000
N169	-1,348105	,153304	-,046780	-8,794	,0000
N17	-1,266812	,059175	-,147753	-21,408	,0000
N17 Q	-1,170527	,105219	-,061365	-11,125	,0000
N17A	-1,284196	,062750	-,135171	-20,465	,0000
N17B	-1,316700	,095886	-,077151	-13,732	,0000

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N126	-1,711330	,076352	-,139816	-22,414	,0000
N127	-1,591494	,072382	-,141135	-21,988	,0000
N128	-,976477	,074653	-,081785	-13,080	,0000
N12A	-1,059399	,062454	-,112355	-16,963	,0000
N13	-,940627	,058514	-,111720	-16,075	,0000
N131	-1,976145	,068055	-,194907	-29,037	,0000
N131C	-1,620542	,113331	-,079482	-14,299	,0000
N132	-1,875954	,069205	-,180133	-27,107	,0000
N132B	-1,546829	,130968	-,064139	-11,211	,0000
N133	-1,192724	,070716	-,109140	-16,366	,0000
N136A	-1,410774	,082542	-,102826	-17,092	,0000
N13A	-1,219552	,085066	-,082982	-14,337	,0000
N13E	-1,201381	,080838	-,087564	-14,262	,0000
N13H	-1,030665	,111932	-,050551	-9,208	,0000
N14	-1,061255	,054874	-,145441	-19,340	,0000
N142A	-2,495122	,102242	-,138719	-24,404	,0000
N143	-2,702337	,076575	-,223576	-35,290	,0000
N145	-2,213474	,071495	-,202544	-30,960	,0000
N14E	-1,258628	,087697	-,082421	-14,352	,0000
N14L	-1,148619	,083544	-,080985	-13,749	,0000
N15	-,217135	,053894	-,030020	-4,029	,0001
N152	-1,391253	,125080	-,060499	-11,123	,0000
N153	-1,002238	,108988	-,050878	-9,196	,0000
N154	-,537424	,105919	-,028174	-5,074	,0000
N155	,001762	,100963	9,796E-05	,017	,9861
N156	-1,467425	,071027	-,132910	-20,660	,0000
N161	-2,922498	,080144	-,226264	-36,465	,0000
N169	-1,348105	,153304	-,046780	-8,794	,0000
N17	-1,266812	,059175	-,147753	-21,408	,0000
N17 a	-1,170527	,105219	-,061365	-11,125	,0000
N17A	-1,284196	,062750	-,135171	-20,465	,0000
N17B	-1,316700	,095886	-,077151	-13,732	,0000

***** MULTIPLE REGRESSION *****

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N261D	-1,253579	,144798	-,046499	-8,657	,0000
N262	-1,226013	,070294	-,112186	-17,441	,0000
N262A	-1,160148	,082015	-,084559	-14,146	,0000
N262.a	-1,194228	,109224	-,060624	-10,934	,0000
N262B	-,357025	,072603	-,030263	-4,917	,0000
N262.b	-1,097918	,116254	-,051894	-9,444	,0000
N262C	-1,052654	,179510	-,030876	-5,864	,0000
N269	-1,430919	,068439	-,137400	-20,908	,0000
N287	-2,103699	,091371	-,134987	-23,024	,0000
N294	-2,331816	,087641	-,158664	-26,606	,0000
N2B	,467046	,093694	,028697	4,985	,0000
N2C	,594989	,115677	,028123	5,144	,0000
N30	-,818335	,108524	-,041542	-7,541	,0000
N301	-2,666394	,091579	-,171094	-29,116	,0000
N302	-2,859889	,102657	-,158999	-27,859	,0000
N308	-2,268922	,076934	-,182993	-29,492	,0000
N31	-,455312	,092524	-,027976	-4,921	,0000
N32	-,963727	,084202	-,066773	-11,445	,0000
N321	-,964178	,067619	-,092582	-14,259	,0000
N33	,313600	,072106	,027508	4,349	,0000
N33A	-,145942	,112076	-,007409	-1,302	,1929
N36	-1,043726	,064180	-,106460	-16,262	,0000
N38	-,748094	,082134	-,053643	-9,108	,0000
N398	-1,810016	,076377	-,145982	-23,699	,0000
N398A	-1,693752	,125494	-,073654	-13,497	,0000
N398B	-1,964162	,137517	-,077271	-14,283	,0000
N39A	-1,530393	,087490	-,102194	-17,492	,0000
N39E	-1,538613	,083449	-,108483	-18,438	,0000
N39H	-1,485917	,077651	-,115042	-19,136	,0000
N39J	-1,323533	,100451	-,073583	-13,176	,0000
N3A	-1,331282	,062487	-,141190	-21,305	,0000
N4	-1,660500	,050213	-,278685	-33,069	,0000

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N17D	,329438	,115266	,015571	2,858	,0043
N17G	-1,411028	,077381	-,109244	-18,235	,0000
N182	-,714233	,059386	-,087314	-12,027	,0000
N188	-2,885397	,076634	-,238721	-37,652	,0000
N188A	-1,142875	,068885	-,108729	-16,591	,0000
N19	-1,511943	,061429	-,168546	-24,613	,0000
N19B	-,994468	,101581	-,055289	-9,790	,0000
N1A	,076349	,073944	,006238	1,033	,3019
N2	,631719	,063073	,065985	10,016	,0000
N20	-1,415967	,070505	-,126916	-20,083	,0000
N203	-2,901348	,145240	-,107621	-19,976	,0000
N206	-2,834067	,071832	-,259331	-39,454	,0000
N207	-1,580604	,069354	-,150373	-22,790	,0000
N208	-1,274479	,065957	-,131047	-19,323	,0000
N21	-,634521	,086447	-,042371	-7,340	,0000
N216	-1,817481	,074808	-,152224	-24,295	,0000
N23	-,545953	,086502	-,036457	-6,311	,0000
N24	-1,119232	,073612	-,092599	-15,204	,0000
N240	-2,079114	,071411	-,190249	-29,115	,0000
N252	-1,560913	,075929	-,127527	-20,558	,0000
N252A	-1,557074	,106859	-,081629	-14,571	,0000
N252B	-1,542283	,092145	-,096887	-16,738	,0000
N256	-2,113815	,066385	-,217351	-31,842	,0000
N257A	-,415741	,058923	-,050824	-7,056	,0000
N259	-2,155704	,084007	-,154578	-25,661	,0000
N259A	-1,817400	,102151	-,101041	-17,791	,0000
N259B	-2,057130	,096090	-,123503	-21,408	,0000
N259C	-,738864	,153568	-,025639	-4,811	,0000
N26	-1,904989	,086038	-,129621	-22,141	,0000
N261	-1,983517	,075430	-,166130	-26,296	,0000
N261B	-1,948281	,089912	-,127582	-21,669	,0000
N261C	-1,494588	,145002	-,055439	-10,307	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N40F	-,662049	,058533	-,079562	-11,311	,0000
N41	-,583154	,082887	-,041116	-7,036	,0000
N41C	-,606927	,064626	-,061402	-9,391	,0000
N41G	-,563256	,115376	-,026623	-4,882	,0000
N42A	,058863	,121478	,002673	,485	,6280
N42G	-,869616	,063294	-,090834	-13,739	,0000
N42K	-,628127	,073113	-,052609	-8,591	,0000
N43	-1,193871	,102693	-,064510	-11,626	,0000
N43B	-,996645	,119373	-,045263	-8,349	,0000
N43C	-,851092	,108335	-,043205	-7,856	,0000
N43F	-1,003440	,078026	-,076576	-12,860	,0000
N47	-,512886	,054335	-,070908	-9,439	,0000
N48	-,798335	,050786	-,128426	-15,720	,0000
N49	-,281545	,053444	-,040090	-5,268	,0000
N50	-2,266302	,103671	-,122457	-21,860	,0000
N51	-1,815853	,078983	-,138574	-22,990	,0000
N52	-1,189074	,072793	-,100791	-16,335	,0000
N53	-1,566893	,089049	-,102607	-17,596	,0000
N54	-,976214	,082821	-,070001	-11,787	,0000
N55	-,902042	,089801	-,057881	-10,045	,0000
N56	-,654767	,100932	-,036403	-6,487	,0000
N58	-,902874	,098905	-,051568	-9,129	,0000
N6	,555497	,060838	,061504	9,131	,0000
N61	-1,675562	,067760	-,162361	-24,728	,0000
N62	-,253161	,071085	-,021960	-3,561	,0004
N64	-,802754	,090994	-,050429	-8,822	,0000
N65	-,776837	,094479	-,046639	-8,222	,0000
N69	-,739377	,120205	-,033579	-6,151	,0000
N71	-,505567	,098816	-,028876	-5,116	,0000
N74	-1,752124	,093577	-,107658	-18,724	,0000
N76	-,296026	,075569	-,023561	-3,917	,0001
N79	-,871221	,109303	-,044227	-7,971	,0000

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N80	-2,360891	,083808	-,169291	-28,170	,0000
N81	-,850400	,079752	-,062969	-10,663	,0000
N82	-1,804934	,092432	-,113387	-19,527	,0000
N9	,351273	,068361	,032143	5,139	,0000
N91	-,375084	,088300	-,024562	-4,248	,0000
N92	-,826493	,125037	-,035940	-6,610	,0000
N93	-,729631	,091655	-,045836	-7,961	,0000
N94	-2,091135	,083703	-,149948	-24,983	,0000
N95	-,917433	,065175	-,092046	-14,076	,0000
N96	-2,704195	,110020	-,137276	-24,579	,0000
N97	-2,342687	,088268	-,156436	-26,541	,0000
N99	-1,190910	,074622	-,099745	-15,959	,0000
OBL	-1,196810	,020642	-,580315	-57,980	,0000
PRIX	1,26261E-04	3,1532E-06	,288988	40,042	,0000
SG	-1,082943	,051245	-,116561	-21,133	,0000
SUP	,321503	,019307	,093398	16,652	,0000
TTB	,194331	,013449	,079914	14,450	,0000
X	-,485816	,015385	-,208055	-31,577	,0000
(Constant)	8,158950	,052118		156,547	,0000

End Block Number 1 All requested variables entered.

ANNEXE XXIII : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques sur l'échantillon complet (méthode (« backward »))

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Variable(s) Removed on Step Number185.. N33A

Multiple R	,91538	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,83791	Regression	171	4865,77722	28,45484
Adjusted R Square	,83344	Residual	6198	941,24475	,15186
Standard Error	,38970				

F = 187,37218 Signif F = ,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
AN88	,035798	,020254	,009934	1,767	,0772
AN89	,053384	,027822	,010365	1,919	,0551
AN90	,054486	,017208	,018371	3,166	,0016
AN91	,073002	,015544	,027826	4,696	,0000
AN92	,080804	,015905	,029857	5,081	,0000
AN93	,027014	,014909	,010816	1,812	,0700
LETTRE	-,906186	,024201	-,309393	-37,444	,0000
N10	-1,607890	,044773	-,248616	-35,912	,0000
N104	-1,447282	,085291	-,094775	-16,969	,0000
N105	-1,797497	,070011	-,150550	-25,675	,0000
N11	-1,147622	,047591	-,160035	-24,114	,0000
N112	-2,583101	,069691	-,224071	-37,065	,0000
N113	-1,966952	,062951	-,194000	-31,246	,0000
N114	-1,563022	,067506	-,138610	-23,154	,0000
N115	-1,757383	,068869	-,152444	-25,518	,0000
N116	-2,583826	,078254	-,191323	-33,018	,0000
N117	-3,157968	,118545	-,143421	-26,639	,0000
N118	-1,516285	,067459	-,134465	-22,477	,0000
N119	-2,934597	,069849	-,254562	-42,013	,0000
N119A	-2,698800	,123407	-,117359	-21,869	,0000
N11A	-1,167813	,090616	-,070111	-12,888	,0000
N12	-,840958	,046127	-,122166	-18,231	,0000
N120	-1,403747	,071052	-,116138	-19,757	,0000
N120E	-1,232621	,098687	-,068529	-12,490	,0000
N121	-2,463573	,063014	-,245085	-39,095	,0000
N122	-,616217	,063421	-,056387	-9,716	,0000
N123	-1,621759	,061215	-,165419	-26,493	,0000
N124	-2,684437	,114477	-,126883	-23,450	,0000
N125	-3,185388	,163607	-,102343	-19,470	,0000
N126	-1,723279	,071746	-,140792	-24,019	,0000
N127	-1,604130	,067499	-,142255	-23,765	,0000
N128	-,988503	,069781	-,082793	-14,166	,0000

----- Variables not in the Equation -----

Variable	Beta In	Partial	Min Toler	T	Sig T
AN94	-,007029	-,011829	,266311	-,931	,3518
AN95	,007455	,016552	,265962	1,303	,1926
B	-,007785	-,019167	,266319	-1,509	,1313
N155	-4,437E-04	-,001040	,264729	-,082	,9348
N1A	,007158	,015726	,266315	1,238	,2157
N33A	-,008593	-,019807	,263056	-1,560	,1189
N42A	,003028	,007178	,266305	,565	,5721

ANNEXE XXIII (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques sur l'échantillon complet (méthode « backward »)

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N12A	-1,068562	,056823	-,113327	-18,805	,0000
N13	-,953196	,052567	-,113213	-18,133	,0000
N131	-1,988073	,062906	-,196084	-31,604	,0000
N131C	-1,633985	,110332	-,080142	-14,810	,0000
N132	-1,889033	,064100	-,181389	-29,470	,0000
N132B	-1,561598	,128349	-,064752	-12,167	,0000
N133	-1,204452	,065652	-,110213	-18,346	,0000
N136A	-1,422394	,078309	-,103673	-18,164	,0000
N13A	-1,229254	,081061	-,083642	-15,164	,0000
N13E	-1,210040	,076541	-,088195	-15,809	,0000
N13H	-1,042557	,108831	-,051134	-9,580	,0000
N14	-1,072360	,048530	-,146963	-22,097	,0000
N142A	-2,506697	,098948	-,139363	-25,333	,0000
N143	-2,714240	,072112	-,224561	-37,639	,0000
N145	-2,226556	,066622	-,203741	-33,421	,0000
N14E	-1,269488	,083919	-,083132	-15,128	,0000
N14L	-1,157817	,079478	-,081634	-14,568	,0000
N15	-,228210	,047127	-,031551	-4,842	,0000
N152	-1,406788	,122256	-,061175	-11,507	,0000
N153	-1,016042	,105772	-,051578	-9,606	,0000
N154	-,550409	,102521	-,028855	-5,369	,0000
N156	-1,480247	,066040	-,134071	-22,415	,0000
N161	-2,936182	,075900	-,227323	-38,685	,0000
N169	-1,357795	,151065	-,047116	-8,988	,0000
N17	-1,277755	,053385	-,149029	-23,935	,0000
N17 a	-1,181127	,101889	-,061920	-11,592	,0000
N17A	-1,293299	,057154	-,136129	-22,628	,0000
N17B	-1,327829	,092265	-,077803	-14,391	,0000
N17D	,320779	,112139	,015162	2,861	,0042
N17G	-1,422001	,072871	-,110093	-19,514	,0000
N182	-,727709	,053128	-,088961	-13,697	,0000
N188	-2,898300	,072196	-,239789	-40,145	,0000

ANNEXE XXIII (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques sur l'échantillon complet (méthode (« backward »))

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPN

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N188A	-1,154830	,063663	-,109866	-18,140	,0000
N19	-1,524453	,055752	-,169940	-27,344	,0000
N19B	-1,005737	,098158	-,055915	-10,246	,0000
N2	,625355	,056873	,065320	10,996	,0000
N20	-1,426947	,065576	-,127900	-21,760	,0000
N203	-2,917159	,142808	-,108207	-20,427	,0000
N206	-2,846971	,067047	-,260512	-42,463	,0000
N207	-1,592858	,064254	-,151539	-24,790	,0000
N208	-1,286974	,060510	-,132332	-21,269	,0000
N21	-,641107	,082152	-,042811	-7,804	,0000
N216	-1,829390	,070159	-,153221	-26,075	,0000
N23	-,555598	,082352	-,037101	-6,747	,0000
N24	-1,128143	,068887	-,093336	-16,377	,0000
N240	-2,091501	,066515	-,191383	-31,444	,0000
N252	-1,572911	,071286	-,128507	-22,065	,0000
N252A	-1,570231	,103630	-,082319	-15,152	,0000
N252B	-1,554083	,088403	-,097628	-17,580	,0000
N256	-2,126550	,061075	-,218661	-34,819	,0000
N257A	-,426029	,052434	-,052081	-8,125	,0000
N259	-2,170139	,079856	-,155613	-27,176	,0000
N259A	-1,830166	,098797	-,101750	-18,525	,0000
N259B	-2,070898	,092512	-,124330	-22,385	,0000
N259C	-,751296	,151266	-,026070	-4,967	,0000
N26	-1,918243	,082057	-,130523	-23,377	,0000
N261	-1,996889	,070804	-,167250	-28,203	,0000
N261B	-1,961408	,086015	-,128442	-22,803	,0000
N261C	-1,509872	,142607	-,056006	-10,588	,0000
N261D	-1,266756	,142405	-,046988	-8,895	,0000
N262	-1,238397	,065216	-,113319	-18,989	,0000
N262A	-1,173062	,077669	-,085500	-15,103	,0000
N262 a	-1,206971	,106035	-,061271	-11,383	,0000
N262B	-,367168	,067483	-,031123	-5,441	,0000

ANNEXE XXIII (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques sur l'échantillon complet (méthode (« backward »))

* * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N262b	-1,111411	,113215	-,052532	-9,817	,0000
N262C	-1,066690	,177548	-,031288	-6,008	,0000
N269	-1,443893	,063241	-,138646	-22,832	,0000
N287	-2,117327	,087620	-,135862	-24,165	,0000
N294	-2,345450	,083723	-,159591	-28,014	,0000
N2B	,465421	,089047	,028598	5,227	,0000
N2C	,588076	,112280	,027796	5,238	,0000
N30	-,829153	,105301	-,042091	-7,874	,0000
N301	-2,679856	,087846	-,171957	-30,506	,0000
N302	-2,873958	,099344	-,159781	-28,929	,0000
N308	-2,282432	,072429	-,184083	-31,513	,0000
N31	-,472146	,088558	-,029011	-5,331	,0000
N32	-,972777	,079985	-,067400	-12,162	,0000
N321	-,976074	,062258	-,093725	-15,678	,0000
N33	,309427	,066008	,027142	4,688	,0000
N36	-1,054575	,058664	-,107566	-17,977	,0000
N38	-,758017	,077787	-,054355	-9,745	,0000
N398	-1,821999	,071835	-,146948	-25,364	,0000
N398A	-1,707324	,122675	-,074244	-13,917	,0000
N398B	-1,980033	,135017	-,077895	-14,665	,0000
N39A	-1,541722	,083546	-,102950	-18,454	,0000
N39E	-1,551324	,079297	-,109379	-19,563	,0000
N39H	-1,496262	,073198	-,115843	-20,441	,0000
N39J	-1,334737	,097064	-,074206	-13,751	,0000
N3A	-1,342424	,056971	-,142372	-23,563	,0000
N4	-1,672108	,043260	-,280633	-38,653	,0000
N40F	-,671470	,052392	-,080694	-12,816	,0000
N41	-,594459	,078627	-,041913	-7,561	,0000
N41C	-,617263	,059084	-,062447	-10,447	,0000
N41G	-,572194	,112385	-,027045	-5,091	,0000
N42G	-,878830	,057743	-,091796	-15,220	,0000
N42K	-,638300	,068259	-,053461	-9,351	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N43	-1,203703	,099400	-,065041	-12,110	,0000
N43B	-1,008106	,116529	-,045784	-8,651	,0000
N43C	-,860621	,105157	-,043689	-8,184	,0000
N43F	-1,012529	,073599	-,077269	-13,757	,0000
N47	-,524362	,047672	-,072495	-10,999	,0000
N48	-,809196	,043715	-,130174	-18,511	,0000
N49	-,292876	,046531	-,041703	-6,294	,0000
N50	-2,279392	,100376	-,123165	-22,709	,0000
N51	-1,826748	,074654	-,139405	-24,470	,0000
N52	-1,200349	,067928	-,101746	-17,671	,0000
N53	-1,579224	,085169	-,103415	-18,542	,0000
N54	-,989276	,078487	-,070938	-12,604	,0000
N55	-,912583	,085895	-,058557	-10,624	,0000
N56	-,662620	,097231	-,036839	-6,815	,0000
N58	-,914959	,095319	-,052258	-9,599	,0000
N6	,549006	,054490	,060785	10,075	,0000
N61	-1,688141	,062592	-,163580	-26,970	,0000
N62	-,260713	,065896	-,022616	-3,956	,0001
N64	-,810717	,086960	-,050930	-9,323	,0000
N65	-,785428	,090589	-,047154	-8,670	,0000
N69	-,752007	,117148	-,034153	-6,419	,0000
N71	-,516642	,094996	-,029508	-5,439	,0000
N74	-1,763841	,089893	-,108378	-19,622	,0000
N76	-,307668	,070747	-,024487	-4,349	,0000
N79	-,881985	,106038	-,044773	-8,318	,0000
N80	-2,373479	,079730	-,170194	-29,769	,0000
N81	-,858885	,075121	-,063597	-11,433	,0000
N82	-1,816599	,088664	-,114120	-20,489	,0000
N9	,343540	,062966	,031436	5,456	,0000
N91	-,384073	,084013	-,025151	-4,572	,0000
N92	-,837903	,122174	-,036437	-6,858	,0000
N93	-,740896	,087651	-,046543	-8,453	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N94	-2,104428	,079548	-,150901	-26,455	,0000
N95	-,927477	,059608	-,093053	-15,560	,0000
N96	-2,717294	,106924	-,137941	-25,413	,0000
N97	-2,353351	,084305	-,157148	-27,915	,0000
N99	-1,205020	,069859	-,100927	-17,249	,0000
OBL	-1,200845	,020437	-,582272	-58,760	,0000
PRIX	1,25335E-04	3,0190E-06	,286870	41,515	,0000
SG	-1,086669	,051133	-,116962	-21,252	,0000
SUP	,321742	,019264	,093467	16,702	,0000
TTB	,194844	,013430	,080125	14,508	,0000
X	-,486863	,015351	-,208504	-31,715	,0000
(Constant)	8,179019	,039061		209,393	,0000

End Block Number 2 POUT = ,100 Limits reached.

ANNEXE XXIV : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres classiques

*** MULTIPLE REGRESSION ***

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	,87782	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,77057	Regression	104	3059,05960	29,41403
Adjusted R Square	,76430	Residual	3805	910,78862	,23937
Standard Error	,48925				

F = 122,88296 Signif F = ,0000

***** MULTIPLE REGRESSION *****

Equation Number 1 Dependent Variable.. INPX

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
----- Variables in the Equation -----					
AN88	,042753	,048390	,011154	,884	,3770
AN89	,067062	,054780	,013380	1,224	,2209
AN90	,083386	,045084	,026788	1,850	,0645
AN91	,122622	,044254	,042693	2,771	,0056
AN92	,139642	,044751	,047059	3,120	,0018
AN93	,081611	,043068	,031857	1,895	,0582
AN94	,074053	,043355	,028191	1,708	,0877
AN95	,110579	,048562	,028894	2,277	,0228
B	-,143051	,110711	-,010128	-1,292	,1964
LETTRE	-1,146734	,034328	-,451693	-33,405	,0000
N10	-1,803349	,064450	-,334814	-27,980	,0000
N104	-1,935540	,111610	-,153106	-17,342	,0000
N105	-2,307651	,093207	-,233285	-24,758	,0000
N11	-1,387382	,067595	-,232635	-20,525	,0000
N11A	-1,443092	,118031	-,104676	-12,226	,0000
N12	-1,017890	,066127	-,177711	-15,393	,0000
N12A	-1,249937	,078201	-,159800	-15,984	,0000
N13	-1,165846	,073235	-,166776	-15,919	,0000
N13A	-1,429274	,106709	-,117464	-13,394	,0000
N13E	-1,471272	,101390	-,129497	-14,511	,0000
N13H	-1,357535	,140442	-,080473	-9,666	,0000
N14	-1,316480	,068591	-,216988	-19,193	,0000
N14E	-1,483849	,109918	-,117376	-13,500	,0000
N14L	-1,420173	,104781	-,120931	-13,554	,0000
N15	-,273227	,067678	-,045426	-4,037	,0001
N17	-1,488945	,073998	-,209193	-20,121	,0000
N17O	-1,307524	,132113	-,082838	-9,897	,0000
N17A	-1,466543	,078771	-,186091	-18,618	,0000
N17B	-1,449835	,120461	-,102644	-12,036	,0000
N17D	,371027	,144810	,021197	2,562	,0104
N17G	-1,608933	,097176	-,150395	-16,557	,0000
N19	-1,882430	,076629	-,252872	-24,565	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N19B	-1,381241	,127718	-,092793	-10,815	,0000
N1A	,068113	,092929	,006717	,733	,4636
N2	,890793	,078867	,112175	11,295	,0000
N20	-1,834132	,088057	-,198366	-20,829	,0000
N21	-,665783	,108752	-,053701	-6,122	,0000
N23	-,616100	,108779	-,049694	-5,664	,0000
N24	-1,299545	,092380	-,129778	-14,067	,0000
N26	-2,367991	,107517	-,194612	-22,024	,0000
N2B	1,169443	,115653	,086812	10,112	,0000
N2C	1,020734	,144736	,058314	7,052	,0000
N30	-1,025183	,136341	-,062896	-7,519	,0000
N31	-,601231	,116318	-,044631	-5,169	,0000
N32	-1,206834	,105735	-,100990	-11,414	,0000
N33	,945853	,088431	,100122	10,696	,0000
N33A	,999949	,136256	,061348	7,339	,0000
N36	-1,310590	,080395	-,161187	-16,302	,0000
N38	-1,037723	,103118	-,089863	-10,063	,0000
N39A	-1,985686	,109385	-,160163	-18,153	,0000
N39E	-1,954373	,104290	-,166419	-18,740	,0000
N39H	-1,887567	,096962	-,176440	-19,467	,0000
N39J	-1,605565	,125906	-,107864	-12,752	,0000
N3A	-1,561267	,078157	-,199602	-19,976	,0000
N4	-1,894942	,062639	-,381353	-30,252	,0000
N40F	-,952180	,073163	-,137806	-13,014	,0000
N41	-,800582	,103996	-,068171	-7,698	,0000
N41C	-,889582	,080905	-,108522	-10,995	,0000
N41G	-,832506	,144712	-,047561	-5,753	,0000
N42A	,681911	,151032	,037434	4,515	,0000
N42G	-1,157089	,079056	-,145709	-14,636	,0000
N42K	-,919224	,091602	-,092926	-10,035	,0000
N43	-1,384491	,128886	-,090403	-10,742	,0000
N43B	-1,226863	,149761	-,067349	-8,192	,0000

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable... LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N43C	-1,061433	,136012	-,065120	-7,804	,0000
N43F	-1,214509	,097822	-,111907	-12,416	,0000
N47	-,735399	,067987	-,122266	-10,817	,0000
N48	-1,027248	,063464	-,198300	-16,186	,0000
N49	-,436064	,067030	-,074642	-6,506	,0000
N50	-2,766505	,129682	-,180644	-21,333	,0000
N51	-2,275097	,098697	-,209631	-23,051	,0000
N52	-1,514045	,091138	-,154893	-16,613	,0000
N53	-2,038128	,111410	-,161221	-18,294	,0000
N54	-1,353449	,103898	-,117204	-13,027	,0000
N55	-1,253151	,112704	-,097137	-11,119	,0000
N56	-,935071	,126933	-,062819	-7,367	,0000
N58	-1,284367	,124180	-,088638	-10,343	,0000
N6	,757181	,076224	,101028	9,934	,0000
N61	-2,136189	,084554	-,249665	-25,264	,0000
N62	-,276551	,089427	-,028951	-3,092	,0020
N64	-,991355	,114407	-,075236	-8,665	,0000
N65	-,974494	,118838	-,070686	-8,200	,0000
N69	-1,013375	,151092	-,055630	-6,707	,0000
N71	-,659241	,124478	-,045496	-5,296	,0000
N74	-2,260509	,116922	-,167805	-19,333	,0000
N76	-,386303	,094977	-,037117	-4,067	,0000
N79	-1,220106	,137360	-,074855	-8,883	,0000
N80	-2,936716	,104550	-,254310	-28,089	,0000
N81	-,855462	,100297	-,076490	-8,529	,0000
N82	-2,364529	,115591	-,179449	-20,456	,0000
N9	,416256	,085875	,045955	4,847	,0000
N91	-,532599	,111148	-,042130	-4,792	,0000
N92	-1,269929	,156945	-,066754	-8,092	,0000
N93	-1,011124	,115345	-,076736	-8,766	,0000
N94	-2,631235	,104546	-,227856	-25,168	,0000
N95	-1,195287	,081662	-,144614	-14,637	,0000

***** MULTIPLE REGRESSION *****

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N96	-3,278130	,137641	-,201118	-23,816	,0000
N97	-2,948219	,110073	-,237799	-26,784	,0000
N99	-1,661489	,093329	-,167963	-17,802	,0000
OBL	-1,518512	,030527	-,751712	-49,744	,0000
SG	-1,289461	,067305	-,164853	-19,159	,0000
SUP	,483605	,029983	,138244	16,129	,0000
TTB	,221958	,019611	,094063	11,318	,0000
X	-,380975	,030214	-,146628	-12,609	,0000
(Constant)	8,666178	,070355		123,178	,0000

End Block Number 1 All requested variables entered.

***** MULTIPLE REGRESSION *****

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	,87752	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,77003	Regression	96	3056,91826	31,84290
Adjusted R Square	,76424	Residual	3813	912,92995	,23943
Standard Error	,48931	F =	132,99703	Signif F =	,0000

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
AN91	,049170	,023012	,017119	2,137	,0327
AN92	,065701	,023731	,022141	2,769	,0057
LETTRE	-1,153771	,034106	-,454464	-33,829	,0000
N10	-1,822387	,058721	-,338349	-31,034	,0000
N104	-1,951056	,108432	-,154333	-17,993	,0000
N105	-2,325066	,089368	-,235045	-26,017	,0000
N11	-1,407002	,062106	-,235925	-22,655	,0000
N11A	-1,455157	,114887	-,105551	-12,666	,0000
N12	-1,039097	,060589	-,181413	-17,150	,0000
N12A	-1,264429	,073522	-,161653	-17,198	,0000
N13	-1,185079	,068282	-,169528	-17,356	,0000
N13A	-1,446989	,103154	-,118920	-14,028	,0000
N13E	-1,481665	,097559	-,130411	-15,187	,0000
N13H	-1,377098	,137824	-,081632	-9,992	,0000
N14	-1,334286	,063240	-,219923	-21,099	,0000
N14E	-1,498241	,106615	-,118515	-14,053	,0000
N14L	-1,446692	,101161	-,123189	-14,301	,0000
N15	-,292039	,062229	-,048554	-4,693	,0000
N17	-1,507109	,068955	-,211745	-21,856	,0000
N17A	-1,324556	,129375	-,083918	-10,238	,0000
N17A1	-1,474860	,073837	-,187146	-19,975	,0000
N17B	-1,465295	,117358	-,103738	-12,486	,0000
N17D	,352476	,142217	,020137	2,478	,0132
N17G	-1,642138	,092829	-,153499	-17,690	,0000
N19	-1,903178	,071848	-,255659	-26,489	,0000
N19B	-1,401712	,125015	-,094169	-11,212	,0000
N2	,875475	,074231	,110246	11,794	,0000
N20	-1,850227	,083990	-,200106	-22,029	,0000
N21	-,681496	,105346	-,054969	-6,469	,0000
N23	-,631868	,105493	-,050966	-5,990	,0000
N24	-1,313981	,088435	-,131220	-14,858	,0000
N26	-2,389356	,104130	-,196368	-22,946	,0000

----- Variables not in the Equation -----

Variable	Beta In	Partial	Min Toler	T	Sig T
AN88	-,008802	-,017700	,266100	-1,093	,2745
AN89	-,001044	-,002129	,266895	-,131	,8954
AN90	,004269	,008470	,266779	,523	,6010
AN93	,003838	,007460	,266767	,461	,6451
AN94	6,221E-06	,000012	,266777	,001	,9994
AN95	,010921	,022103	,266319	1,365	,1723
B	-,010515	-,021753	,267075	-1,343	,1792
N1A	,006640	,011750	,267001	,726	,4682

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N2B	1,160491	,112462	,086147	10,319	,0000
N2C	1,004699	,142258	,057398	7,063	,0000
N30	-1,042272	,133564	-,063945	-7,804	,0000
N31	-,625748	,113215	-,046451	-5,527	,0000
N32	-1,226024	,102289	-,102596	-11,986	,0000
N33	,929437	,084351	,098384	11,019	,0000
N33A	,980617	,133576	,060162	7,341	,0000
N36	-1,327729	,075907	-,163295	-17,491	,0000
N38	-1,060990	,099529	-,091878	-10,660	,0000
N39A	-2,005934	,106138	-,161796	-18,899	,0000
N39E	-1,972353	,100787	-,167950	-19,570	,0000
N39H	-1,904768	,093227	-,178048	-20,431	,0000
N39J	-1,624505	,123038	-,109136	-13,203	,0000
N3A	-1,578647	,073492	-,201824	-21,481	,0000
N4	-1,914185	,056674	-,385225	-33,776	,0000
N40F	-,969039	,068164	-,140246	-14,216	,0000
N41	-,827288	,100410	-,070445	-8,239	,0000
N41C	-,908205	,076349	-,110794	-11,895	,0000
N41G	-,844823	,142226	-,048264	-5,940	,0000
N42A	,672349	,148505	,036909	4,527	,0000
N42G	-1,169829	,074462	-,147313	-15,710	,0000
N42K	-,931914	,087531	-,094209	-10,647	,0000
N43	-1,399310	,125962	-,091370	-11,109	,0000
N43B	-1,241391	,147337	-,068147	-8,426	,0000
N43C	-1,084451	,133289	-,066533	-8,136	,0000
N43F	-1,229237	,093998	-,113264	-13,077	,0000
N47	-,754217	,062597	-,125395	-12,049	,0000
N48	-1,046333	,057635	-,201984	-18,154	,0000
N49	-,455113	,061509	-,077903	-7,399	,0000
N50	-2,793793	,126872	-,182425	-22,021	,0000
N51	-2,293900	,095061	-,211364	-24,131	,0000
N52	-1,537958	,087100	-,157339	-17,657	,0000

----- Variables in the Equation -----

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. INPX

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N53	-2,056196	,108089	-,162650	-19,023	,0000
N54	-1,382075	,100383	-,119683	-13,768	,0000
N55	-1,272222	,109489	-,098615	-11,620	,0000
N56	-,962211	,123904	-,064642	-7,766	,0000
N58	-1,306719	,121191	-,090181	-10,782	,0000
N6	,743886	,071362	,099254	10,424	,0000
N61	-2,155215	,080301	-,251889	-26,839	,0000
N62	-,293563	,085344	-,030731	-3,440	,0006
N64	-1,013172	,111192	-,076892	-9,112	,0000
N65	-1,001595	,115660	-,072652	-8,660	,0000
N69	-1,035636	,148601	-,056852	-6,969	,0000
N71	-,680641	,121411	-,046973	-5,606	,0000
N74	-2,282572	,113808	-,169443	-20,056	,0000
N76	-,408635	,091126	-,039263	-4,484	,0000
N79	-1,244135	,134673	-,076329	-9,238	,0000
N80	-2,954539	,101197	-,255853	-29,196	,0000
N81	-,872088	,096590	-,077977	-9,029	,0000
N82	-2,377782	,112545	-,180455	-21,127	,0000
N9	,399360	,081641	,044090	4,892	,0000
N91	-,547343	,107932	-,043296	-5,071	,0000
N92	-1,291321	,154602	-,067878	-8,353	,0000
N93	-1,039130	,112080	-,078862	-9,271	,0000
N94	-2,653846	,100983	-,229814	-26,280	,0000
N95	-1,214770	,077189	-,146971	-15,738	,0000
N96	-3,300895	,134938	-,202514	-24,462	,0000
N97	-2,963356	,106795	-,239020	-27,748	,0000
N99	-1,685846	,089487	-,170425	-18,839	,0000
OBL	-1,524586	,030355	-,754719	-50,225	,0000
SG	-1,303396	,066822	-,166634	-19,505	,0000
SUP	,482117	,029848	,137819	16,153	,0000
TTB	,221605	,019562	,093914	11,328	,0000
X	-,383438	,030121	-,147576	-12,730	,0000

----- Variables in the Equation -----

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
(Constant)	8,762599	,052488		166,944	,0000

End Block Number 2 POUT = ,100 Limits reached.

ANNEXE XXVI : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres semi-modernes

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	, 93606	Analysis of Variance		Mean Square
R Square	, 87621	Regression	DF	17,68034
Adjusted R Square	, 87167	Residual	87	
Standard Error	, 30268		2372	, 09162

	Sum of Squares
Regression	1538,18951
Residual	217,31271

F = 192,98349 Signif F = , 0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
AN88	-9,69025E-04	,036800	-3,077E-04	-,026	,9790
AN89	,029478	,048727	,005470	,605	,5453
AN90	,007620	,034486	,002878	,221	,8252
AN91	,002831	,032843	,001283	,086	,9313
AN92	,011425	,033054	,005031	,346	,7296
AN93	-,041593	,033259	-,017870	-1,251	,2112
AN94	-,127638	,032943	-,057437	-3,874	,0001
AN95	-,095027	,038545	-,027084	-2,465	,0138
B	-,441753	,304941	-,010541	-1,449	,1476
LETTRE	-,303170	,154905	-,014460	-1,957	,0504
N112	-2,520639	,056598	-,395473	-44,536	,0000
N113	-1,818087	,051900	-,323788	-35,031	,0000
N114	-1,359716	,055571	-,218036	-24,468	,0000
N115	-1,590491	,056301	-,249539	-28,250	,0000
N116	-2,497421	,063139	-,334983	-39,554	,0000
N117	-3,101168	,093650	-,255772	-33,114	,0000
N118	-1,291171	,055454	-,207044	-23,284	,0000
N119	-2,889157	,056658	-,453292	-50,993	,0000
N119A	-2,674282	,097385	-,211217	-27,461	,0000
N120	-1,182940	,058104	-,177105	-20,359	,0000
N120E	-1,037271	,079133	-,104649	-13,108	,0000
N121	-2,379907	,051805	-,427457	-45,939	,0000
N122	-,023785	,054436	-,003934	-,437	,6622
N123	-1,436925	,050967	-,264512	-28,193	,0000
N124	-2,635852	,090476	-,226225	-29,133	,0000
N125	-3,180126	,128323	-,185690	-24,782	,0000
N126	-1,521739	,058627	-,225010	-25,956	,0000
N127	-1,399665	,055498	-,224442	-25,220	,0000
N128	-,642926	,057571	-,097432	-11,167	,0000
N131	-1,851864	,052048	-,329804	-35,580	,0000
N131C	-1,493644	,087758	-,133006	-17,020	,0000
N132	-1,728792	,052790	-,299860	-32,749	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LN PX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N132B	-1,384537	,101555	-,104284	-13,633	,0000
N133	-,942797	,054458	-,155936	-17,312	,0000
N136A	-1,184138	,063760	-,156361	-18,572	,0000
N142A	-2,407884	,078801	-,242927	-30,556	,0000
N143	-2,661813	,058482	-,398517	-45,515	,0000
N145	-2,107332	,054493	-,348547	-38,672	,0000
N152	-1,147285	,097198	-,090614	-11,804	,0000
N153	-,758265	,085004	-,069878	-8,920	,0000
N154	-,191550	,082792	-,018227	-2,314	,0208
N155	,878303	,078900	,088610	11,132	,0000
N156	-1,288862	,054668	-,211032	-23,576	,0000
N161	-2,898814	,061218	-,406389	-47,352	,0000
N169	-1,162361	,119202	-,073294	-9,751	,0000
N182	-,373466	,045880	-,082107	-8,140	,0000
N188	-2,830573	,058476	-,423783	-48,406	,0000
N188A	-,889831	,052903	-,152938	-16,820	,0000
N203	-2,845218	,112353	-,191758	-25,324	,0000
N206	-2,793750	,054660	-,462079	-51,112	,0000
N207	-1,400994	,053063	-,240793	-26,403	,0000
N208	-1,043031	,050672	-,193530	-20,584	,0000
N216	-1,660542	,057492	-,251647	-28,883	,0000
N240	-1,968575	,054429	-,325597	-36,168	,0000
N252	-1,357069	,058459	-,200661	-23,214	,0000
N252A	-1,334098	,082632	-,126949	-16,145	,0000
N252B	-1,347448	,071258	-,153510	-18,909	,0000
N256	-1,989832	,050602	-,369206	-39,323	,0000
N259	-1,995835	,064405	-,259311	-30,989	,0000
N259A	-1,646737	,078742	-,166137	-20,913	,0000
N259B	-1,893276	,073995	-,206187	-25,587	,0000
N259C	-,375774	,119156	-,023695	-3,154	,0016
N261	-1,831930	,057650	-,277620	-31,777	,0000
N261B	-1,792963	,069034	-,212874	-25,972	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N261C	-1,323874	,112297	-,089224	-11,789	,0000
N261D	-,996802	,112286	-,067181	-8,877	,0000
N262	-1,002844	,054303	-,165868	-18,468	,0000
N262A	-,899116	,063532	-,118725	-14,152	,0000
N262 ^a	-,943822	,084896	-,086977	-11,117	,0000
N262B	,039792	,057638	,006102	,690	,4900
N262 ^b	-,818724	,090179	-,070268	-9,079	,0000
N262C	-,788066	,139443	-,042015	-5,652	,0000
N269	-1,225551	,052658	-,212573	-23,274	,0000
N287	-1,991152	,070168	-,231676	-28,377	,0000
N294	-2,230506	,067189	-,275098	-33,198	,0000
N301	-2,576089	,070253	-,299735	-36,669	,0000
N302	-2,802912	,078936	-,282781	-35,508	,0000
N308	-2,155633	,059130	-,314692	-36,456	,0000
N321	-,713159	,052719	-,123698	-13,528	,0000
N398	-1,678039	,059197	-,244970	-28,347	,0000
N398A	-1,610868	,097250	-,127228	-16,564	,0000
N398B	-1,802621	,106451	-,128834	-16,934	,0000
OBL	-1,221600	,028163	-,358669	-43,376	,0000
SG	-1,196487	,216563	-,040369	-5,525	,0000
SUP	,427329	,024947	,131058	17,129	,0000
TTB	,260233	,020565	,097070	12,654	,0000
X	-,749350	,015443	-,387381	-48,524	,0000
(Constant)	8,219547	,044189		186,010	,0000

End Block Number 1 All requested variables entered.

* * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	,93596	Analysis of Variance			
R Square	,87601		DF	Sum of Squares	Mean Square
Adjusted R Square	,87190	Regression	79	1537,84391	19,46638
Standard Error	,30241	Residual	2380	217,65830	,09145
		F =	212,85649	Signif F =	,0000

ANNEXE XXVII : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres semi-modernes (méthode « backward »)

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
AN93	-,049596	,017603	-,021309	-2,818	,0049
AN94	-,134611	,016853	-,060575	-7,987	,0000
AN95	-,102160	,026098	-,029117	-3,914	,0001
LETTRE	-,309759	,152911	-,014774	-2,026	,0429
N112	-2,522934	,051912	-,395833	-48,600	,0000
N113	-1,820447	,046712	-,324208	-38,972	,0000
N114	-1,361182	,050699	-,218271	-26,848	,0000
N115	-1,592851	,051555	-,249909	-30,896	,0000
N116	-2,500515	,058882	-,335398	-42,466	,0000
N117	-3,105331	,090739	-,256116	-34,223	,0000
N118	-1,293331	,050596	-,207391	-25,562	,0000
N119	-2,891982	,052008	-,453735	-55,607	,0000
N119A	-2,677827	,094636	-,211497	-28,296	,0000
N120	-1,184797	,053522	-,177384	-22,137	,0000
N120E	-1,038735	,075655	-,104796	-13,730	,0000
N121	-2,381551	,046595	-,427752	-51,112	,0000
N123	-1,439005	,045604	-,264895	-31,554	,0000
N124	-2,637115	,087557	-,226334	-30,119	,0000
N125	-3,184558	,126046	-,185949	-25,265	,0000
N126	-1,523513	,054023	-,225272	-28,201	,0000
N127	-1,402400	,050615	-,224880	-27,707	,0000
N128	-,644970	,052895	-,097742	-12,193	,0000
N131	-1,853770	,046816	-,330143	-39,597	,0000
N131C	-1,496735	,084577	-,133281	-17,697	,0000
N132	-1,731739	,047697	-,300372	-36,307	,0000
N132B	-1,388014	,098767	-,104546	-14,053	,0000
N133	-,946228	,049455	-,156504	-19,133	,0000
N136A	-1,187051	,059426	-,156746	-19,975	,0000
N142A	-2,409964	,075340	-,243137	-31,988	,0000
N143	-2,665556	,053907	-,399078	-49,448	,0000
N145	-2,110882	,049541	-,349134	-42,608	,0000
N152	-1,151118	,094179	-,090916	-12,223	,0000

----- Variables not in the Equation -----

Variable	Beta In	Partial	Min Toler	T	Sig T
AN88	-,002722	-,007313	,681915	-,357	,7213
AN89	,004247	,011799	,681244	,576	,5650
AN90	4,160E-04	,001117	,681921	,054	,9566
AN91	-,002334	-,006048	,681879	-,295	,7680
AN92	,003218	,008415	,681906	,410	,6815
B	-,010504	-,029617	,676785	-1,445	,1485
N122	-,006234	-,015177	,610270	-,740	,4592
N262B	,007376	,018319	,625654	,894	,3716

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N153	-,761165	,081441	-,070145	-9,346	,0000
N154	-,195101	,079053	-,018565	-2,468	,0137
N155	,874453	,075224	,088222	11,625	,0000
N156	-1,292501	,049516	-,211627	-26,103	,0000
N161	-2,902036	,056875	-,406841	-51,025	,0000
N169	-1,168075	,116626	-,073655	-10,016	,0000
N182	-,381997	,039756	-,083983	-9,609	,0000
N188	-2,832695	,053867	-,424101	-52,587	,0000
N188A	-,892597	,047710	-,153413	-18,709	,0000
N203	-2,850016	,109831	-,192081	-25,949	,0000
N206	-2,795529	,049817	-,462373	-56,116	,0000
N207	-1,403047	,047976	-,241146	-29,245	,0000
N208	-1,045242	,045280	-,193941	-23,084	,0000
N216	-1,662383	,052615	-,251926	-31,595	,0000
N240	-1,970832	,049534	-,325970	-39,787	,0000
N252	-1,358679	,053677	-,200899	-25,312	,0000
N252A	-1,335724	,079284	-,127104	-16,847	,0000
N252B	-1,349687	,067319	-,153765	-20,049	,0000
N256	-1,992622	,045160	-,369724	-44,124	,0000
N259	-1,997724	,060309	-,259556	-33,125	,0000
N259A	-1,648406	,075346	-,166305	-21,878	,0000
N259B	-1,894657	,070370	-,206337	-26,924	,0000
N259C	-,377077	,116829	-,023777	-3,228	,0013
N261	-1,834366	,053039	-,277989	-34,585	,0000
N261B	-1,796513	,065219	-,213295	-27,546	,0000
N261C	-1,323978	,109845	-,089231	-12,053	,0000
N261D	-1,000668	,109672	-,067441	-9,124	,0000
N262	-1,005048	,049087	-,166232	-20,475	,0000
N262A	-,902471	,059069	-,119168	-15,278	,0000
N262a	-,946516	,081421	-,087226	-11,625	,0000
N262 b	-,823160	,087010	-,070649	-9,461	,0000
N262C	-,791510	,137283	-,042199	-5,766	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N269	-1,229581	,047232	-,213272	-26,033	,0000
N287	-1,994304	,066385	-,232042	-30,042	,0000
N294	-2,233441	,063263	-,275460	-35,304	,0000
N301	-2,579198	,066506	-,300096	-38,781	,0000
N302	-2,806447	,075590	-,283138	-37,127	,0000
N308	-2,159046	,054381	-,315190	-39,702	,0000
N321	-,717617	,047036	-,124471	-15,257	,0000
N398	-1,681812	,054260	-,245521	-30,996	,0000
N398A	-1,614749	,094317	-,127534	-17,120	,0000
N398B	-1,804846	,103916	-,128993	-17,368	,0000
OBL	-1,220007	,027748	-,358201	-43,967	,0000
SG	-1,203076	,215047	-,040591	-5,594	,0000
SUP	,427043	,024897	,130970	17,152	,0000
TTB	,259881	,020489	,096939	12,684	,0000
X	-,750744	,015379	-,388102	-48,817	,0000
(Constant)	8,229432	,025946		317,171	,0000

End Block Number 2 POUT = . ,100 Limits reached.

ANNEXE XXVIII : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	,92363	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,85309	Regression	89	1097,40707	12,33042
Adjusted R Square	,84733	Residual	2267	188,97618	,08336
Standard Error	,28872				

F = 147,91840 Signif F = ,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
AN1988	-,002205	,038905	-7,762E-04	-,057	,9548
AN1989	-,029864	,044432	-,007747	-,672	,5016
AN1990	,022497	,036399	,009822	,618	,5366
AN1991	,045124	,035451	,021821	1,273	,2032
AN1992	,065629	,035701	,031136	1,838	,0661
AN1993	,022273	,035035	,011601	,636	,5250
AN1994	-,045207	,034918	-,023802	-1,295	,1956
AN1995	-,031121	,038826	-,011073	-,802	,4229
B	-,364626	,084759	-,035127	-4,302	,0000
LETTRE	-,827758	,041177	-,252984	-20,103	,0000
N11	-1,580404	,077484	-,191294	-20,397	,0000
N12	-,476450	,077454	-,057670	-6,151	,0000
N122	,078362	,063664	,012647	1,231	,2185
N128	-1,095103	,060548	-,193799	-18,086	,0000
N13	-,639692	,090564	-,064129	-7,063	,0000
N133	-1,364639	,057802	-,263553	-23,609	,0000
N14	-1,340564	,072380	-,178376	-18,521	,0000
N15	-,359254	,040645	-,101232	-8,839	,0000
N152	-1,749555	,104635	-,146061	-16,721	,0000
N153	-1,376033	,100032	-,121066	-13,756	,0000
N154	-,786363	,096146	-,072547	-8,179	,0000
N155	,316459	,082555	,035173	3,833	,0001
N156	-1,686505	,060585	-,302011	-27,837	,0000
N17A	,345378	,116481	,025440	2,965	,0031
N18	1,986995	,096172	,174819	20,661	,0000
N182	-,887708	,051943	-,216270	-17,090	,0000
N188A	-1,391725	,057587	-,271455	-24,167	,0000
N2	,851996	,046817	,187441	18,198	,0000
N207	-1,817840	,056743	-,364813	-32,036	,0000
N208	-1,468502	,054440	-,318124	-26,975	,0000
N21	,131239	,089499	,013157	1,466	,1427
N22	-1,338104	,074795	-,170204	-17,890	,0000

ANNEXE XXVIII (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques
d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82

**ANNEXE XXVIII (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques
d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82**

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N23	,223374	,099838	,019653	2,237	,0254
N24	,079853	,099732	,007026	,801	,4234
N252	-1,924127	,064057	-,310551	-30,038	,0000
N257A	-,408069	,048412	-,104719	-8,429	,0000
N262	-1,218928	,061692	-,213111	-19,758	,0000
N262B	-,360377	,055722	-,064534	-6,467	,0000
N269	-1,780187	,059104	-,333334	-30,120	,0000
N28	-,920799	,089743	-,092310	-10,260	,0000
N29	-1,475488	,099799	-,129816	-14,785	,0000
N3	-,820580	,096933	-,075704	-8,465	,0000
N31	-,119186	,084734	-,012829	-1,407	,1597
N32	-,275446	,082785	-,030615	-3,327	,0009
N321	-1,045125	,061547	-,180465	-16,981	,0000
N33	,861731	,056554	,144995	15,237	,0000
N34	,411029	,087061	,042752	4,721	,0000
N35	,304480	,104642	,025419	2,910	,0037
N36	-,530546	,070310	-,073569	-7,546	,0000
N38	-,698681	,077392	-,084569	-9,028	,0000
N47	-,653385	,040934	-,188953	-15,962	,0000
N48	-,634535	,065483	-,097853	-9,690	,0000
N49	-,366097	,040240	-,108932	-9,098	,0000
N5	,310503	,043281	,077918	7,174	,0000
N52	-1,044001	,074843	-,132795	-13,949	,0000
N53	-1,816866	,073564	-,236490	-24,698	,0000
N54	-,967187	,068507	-,139317	-14,118	,0000
N55	-,808765	,082777	-,089891	-9,770	,0000
N56	-,391159	,084586	-,042104	-4,624	,0000
N57	-,305008	,089539	-,030577	-3,406	,0007
N58	-,962657	,084948	-,103621	-11,332	,0000
N6	,722414	,045266	,168279	15,959	,0000
N60	-1,771417	,074807	-,225321	-23,680	,0000
N62	-,230649	,053327	-,042257	-4,325	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N64	-,297745	,082612	-,033093	-3,604	,0003
N65	-,172744	,087138	-,017968	-1,982	,0476
N66	-,103976	,092498	-,010017	-1,124	,2611
N67	-,559706	,072401	-,074475	-7,731	,0000
N69	-,646787	,096100	-,059670	-6,730	,0000
N70	-,525067	,080627	-,060143	-6,512	,0000
N71	-,285829	,079120	-,033682	-3,613	,0003
N76	-,311687	,056746	-,052444	-5,493	,0000
N77	-,339095	,089481	-,033994	-3,790	,0002
N78	-,799335	,082493	-,088843	-9,690	,0000
N79	-,887860	,090004	-,089008	-9,865	,0000
N81	,615249	,104488	,051364	5,888	,0000
N82	-2,056478	,072576	-,273636	-28,336	,0000
N86	-1,558681	,081084	-,178535	-19,223	,0000
N9	,382596	,050967	,073891	7,507	,0000
N91	-,030733	,072153	-,004089	-,426	,6702
N92	-,907024	,099782	-,079801	-9,090	,0000
N93	-,710340	,074725	-,090354	-9,506	,0000
N95	-,717692	,063582	-,115834	-11,288	,0000
N99	-1,374745	,061124	-,237381	-22,491	,0000
OBL	-1,278757	,031771	-,769458	-40,249	,0000
SG	-1,654838	,046679	-,316390	-35,451	,0000
SUP	,408091	,022690	,160696	17,985	,0000
TTB	,221712	,016111	,120387	13,761	,0000
X	-,535240	,016266	-,341355	-32,906	,0000
(Constant)	8,539237	,052503		162,643	,0000

End Block Number 1 All requested variables entered.

ANNEXE XXIX : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82 («méthode backward »)

*** MULTIPLE REGRESSION ***

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

Multiple R	,92336	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,85259	Regression	81	1096,75243	13,54015
Adjusted R Square	,84734	Residual	2275	189,63082	,08335
Standard Error	,28871	F =	162,44116	Signif F =	,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
AN1990	,051726	,019969	,022584	2,590	,0097
AN1991	,074368	,018279	,035964	4,069	,0000
AN1992	,095795	,018602	,045447	5,150	,0000
AN1993	,051098	,017051	,026616	2,997	,0028
B	-,362526	,084313	-,034925	-4,300	,0000
LETTRE	-,809959	,037519	-,247544	-21,588	,0000
N11	-1,552349	,071794	-,187899	-21,622	,0000
N12	-,447607	,071873	-,054179	-6,228	,0000
N122	,107182	,056703	,017299	1,890	,0589
N128	-1,065775	,053176	-,188609	-20,042	,0000
N13	-,611390	,085522	-,061292	-7,149	,0000
N133	-1,333436	,050003	-,257527	-26,667	,0000
N14	-1,312144	,066168	-,174595	-19,831	,0000
N15	-,344863	,038103	-,097177	-9,051	,0000
N152	-1,727661	,100372	-,144233	-17,213	,0000
N153	-1,349792	,095608	-,118757	-14,118	,0000
N154	-,759918	,091555	-,070107	-8,300	,0000
N155	,346045	,077252	,038462	4,479	,0000
N156	-1,653545	,053056	-,296109	-31,166	,0000
N17A	,370345	,112917	,027279	3,280	,0011
N18	1,996559	,095017	,175660	21,013	,0000
N182	-,856170	,042954	-,208586	-19,932	,0000
N188A	-1,361148	,049727	-,265491	-27,372	,0000
N2	,865512	,044481	,190414	19,458	,0000
N207	-1,787316	,048795	-,358687	-36,629	,0000
N208	-1,438087	,046144	-,311535	-31,165	,0000
N21	,159400	,084716	,015980	1,882	,0600
N22	-1,314904	,068893	-,167253	-19,086	,0000
N23	,246295	,095537	,021669	2,578	,0100
N252	-1,895244	,057095	-,305889	-33,195	,0000
N257A	-,378358	,040342	-,097095	-9,379	,0000
N262	-1,188826	,054284	-,207848	-21,900	,0000

----- Variables not in the Equation -----

Variable	Beta In	Partial	Min Toler	T	Sig T
AN1988	,011628	,027757	,219634	1,324	,1856
AN1989	-1,856E-04	-,000460	,220522	-,022	,9825
AN1994	-,015398	-,032179	,220427	-1,535	,1248
AN1995	-3,421E-04	-,000823	,220043	-,039	,9687
N24	,010313	,025661	,215552	1,224	,2210
N31	-,011762	-,028534	,213509	-1,361	,1736
N66	-,008441	-,020804	,214987	-,992	,3212
N91	-9,814E-04	-,002290	,210307	-,109	,9130

ANNEXE XXIX (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82 (méthode « backward »)

* * * * * M U L T I P L E R E G R E S S I O N * * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N262B	-,337279	,050754	-,060398	-6,645	,0000
N269	-1,750917	,051397	-,327853	-34,066	,0000
N28	-,892041	,084829	-,089427	-10,516	,0000
N29	-1,446616	,095457	-,127275	-15,155	,0000
N3	-,784190	,091836	-,072346	-8,539	,0000
N32	-,247515	,077422	-,027510	-3,197	,0014
N321	-1,011288	,054116	-,174622	-18,688	,0000
N33	,876064	,054558	,147406	16,057	,0000
N34	,441350	,081999	,045906	5,382	,0000
N35	,332961	,100375	,027797	3,317	,0009
N36	-,506007	,064047	-,070166	-7,901	,0000
N38	-,667503	,071678	-,080795	-9,312	,0000
N47	-,633893	,036075	-,183316	-17,572	,0000
N48	-,604884	,058653	-,093281	-10,313	,0000
N49	-,347460	,035590	-,103386	-9,763	,0000
N5	,325490	,040840	,081679	7,970	,0000
N52	-1,015296	,068961	-,129144	-14,723	,0000
N53	-1,788081	,067532	-,232743	-26,478	,0000
N54	-,937029	,062026	-,134973	-15,107	,0000
N55	-,782302	,077477	-,086950	-10,097	,0000
N56	-,359419	,079507	-,038688	-4,521	,0000
N57	-,274519	,084797	-,027521	-3,237	,0012
N58	-,936373	,079784	-,100791	-11,736	,0000
N6	,734735	,042886	,171149	17,132	,0000
N60	-1,747323	,068945	-,222256	-25,344	,0000
N62	-,210717	,049884	-,038605	-4,224	,0000
N64	-,263885	,077290	-,029330	-3,414	,0007
N65	-,142299	,082084	-,014801	-1,734	,0831
N67	-,533678	,066296	-,071012	-8,050	,0000
N69	-,619823	,091488	-,057182	-6,775	,0000
N70	-,498462	,075311	-,057095	-6,619	,0000
N71	-,255789	,073447	-,030142	-3,483	,0005

ANNEXE XXIX (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82 («méthode backward »)

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LNPX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
N76	-,290149	,053323	-,048820	-5,441	,0000
N77	-,312144	,084682	-,031292	-3,686	,0002
N78	-,770495	,077294	-,085638	-9,968	,0000
N79	-,854970	,085030	-,085711	-10,055	,0000
N81	,642112	,100185	,053606	6,409	,0000
N82	-2,031061	,066504	-,270254	-30,540	,0000
N86	-1,529687	,075564	-,175214	-20,244	,0000
N9	,396893	,048840	,076652	8,126	,0000
N92	-,880154	,095476	-,077437	-9,219	,0000
N93	-,678850	,068884	-,086349	-9,855	,0000
N95	-,689473	,056698	-,111280	-12,160	,0000
N99	-1,346618	,053942	-,232524	-24,964	,0000
OBL	-1,263580	,028487	-,760326	-44,356	,0000
SG	-1,647759	,046212	-,315037	-35,657	,0000
SUP	,411278	,022632	,161951	18,173	,0000
TTB	,222674	,016068	,120910	13,858	,0000
X	-,533914	,016220	-,340509	-32,918	,0000
(Constant)	8,479264	,032015		264,854	,0000

End Block Number 2 POUT = ,100 Limits reached.

ANNEXE XXIX (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82 («méthode backward »)

ANNEXE XXX : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé d'un seul timbre : le 257A

*** MULTIPLE REGRESSION ***

Equation Number 1 Dependent Variable.. LOGPRIX

Multiple R	,92072	Analysis of Variance	DF	Sum of Squares	Mean Square
R Square	,84772	Regression	14	14,00448	1,00032
Adjusted R Square	,81852	Residual	73	2,51564	,03446
Standard Error	,18564				

F = 29,02775 Signif F = ,0000

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LOGPRIX

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	95% Confdnce	Intrvl B	Beta	Tolerance	VIF	T	Sig T
LETTRE	,298628	,151053	-,002421	,599676	,102718	,772715	1,294	1,977	,0518
N87	,035767	,096243	-,156046	,227580	,019110	,788892	1,268	,372	,7112
N88	-,046594	,085386	-,216768	,123579	-,034130	,533267	1,875	-,546	,5869
N89	2,14699E-04	,096750	-,192608	,193038	1,147E-04	,780649	1,281	,002	,9982
N90	-,050128	,076625	-,202840	,102585	-,036718	,662181	1,510	-,654	,5150
N92	-,029897	,069751	-,168910	,109116	-,025238	,601656	1,662	-,429	,6695
N93	-,194877	,072304	-,338979	-,050775	-,159593	,594946	1,681	-2,695	,0087
N94	-,187391	,074299	-,335468	-,039314	-,143035	,648579	1,542	-2,522	,0138
N95	-,230422	,096799	-,423342	-,037502	-,123112	,779863	1,282	-2,380	,0199
OBL	,211126	,062925	,085716	,336535	,172900	,785514	1,273	3,355	,0013
SG	-,467858	,200119	-,866694	-,069022	-,114453	,870389	1,149	-2,338	,0221
SUP	,293284	,082980	,127905	,458663	,183161	,776745	1,287	3,534	,0007
TTB	,337158	,093888	,150039	,524277	,180140	,828967	1,206	3,591	,0006
XX	,712341	,048612	,615456	,809225	,816715	,671510	1,489	14,653	,0000
(Constant)	7,451766	,054103	7,343938	7,559594				137,732	,0000

ANNEXE XXX (suite) : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé d'un seul timbre : le 257A

* * * * MULTIPLE REGRESSION * * * *

Equation Number 1 Dependent Variable.. LOGPRIX

Variable(s) Removed on Step Number 19.. N90

Multiple R	,91946	Analysis of Variance			
R Square	,84540		DF	Sum of Squares	Mean Square
Adjusted R Square	,82756	Regression	9	13,96611	1,55179
Standard Error	,18095	Residual	78	2,55400	,03274
		F =	47,39218	Signif F =	,0000

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	95% Confdnce Intrvl B	Beta	Tolerance	VIF	T	Sig T
LETTRE	,271351	,132406	,007751 ,534950	,093336	,955580	1,046	2,049	,0438
N93	-,176096	,058009	-,291582 -,060610	-,144213	,878256	1,139	-3,036	,0033
N94	-,168281	,060352	-,288433 -,048128	-,128448	,933981	1,071	-2,788	,0067
N95	-,211486	,085405	-,381514 -,041459	-,112995	,951916	1,051	-2,476	,0154
OBL	,215479	,060773	,094489 ,336469	,176465	,800166	1,250	3,546	,0007
SG	-,495134	,184128	-,861705 -,128564	-,121125	,976901	1,024	-2,689	,0088
SUP	,296433	,078518	,140115 ,452751	,185127	,824295	1,213	3,775	,0003
TTB	,330033	,090669	,149525 ,510540	,176333	,844590	1,184	3,640	,0005
XX	,711927	,047023	,618311 ,805542	,816240	,681913	1,466	15,140	,0000
(Constant)	7,432449	,034051	7,364658 7,500239				218,273	,0000

ANNEXE XXXI : Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé d'un seul timbre : le 257A (méthode « backward »)

***** MULTIPLE REGRESSION *****

Equation Number 1 Dependent Variable... LOGPRIX

----- Variables not in the Equation -----

Variable	Beta In	Partial	Tolerance	VIF	Min Toler	T	Sig T
N87	,032231	,080139	,955745	1,046	,681302	,705	,4826
N88	-,022797	-,047727	,677600	1,476	,677600	-,419	,6762
N89	,010906	,026966	,945230	1,058	,680895	,237	,8135
N90	-,028000	-,066840	,880956	1,135	,675530	-,588	,5584
N92	-,013858	-,032606	,855844	1,168	,677857	-,286	,7754

BIBLIOGRAPHIE

« La valeur de l'erreur en philatélie », Musée de la Poste, 1993.

« Mémento Pratique Francis LEFEBVRE », éditions Francis LEFEBVRE, 1995.

ARON Adrien : « Les secrets de la philatélie », éditions CALMAIN-LEVY, 1959.

AUBRY Geneviève : « La forêt valeur de placement », éditions GUY LE PRAT, .

BABEAU André : « Le patrimoine des français », éditions La découverte, REPERES, 1989.

BENHAMOU. Dina, SARFATI. Roman et WEILL. Valérie : « Les clefs du marché de l'art : aspects financiers, juridiques, fiscaux. », SEFI, 1992.

BREMOND Janine et GELEDAN Alain : « Dictionnaire Economique et Social », HATIER, 1981.

CAITI Jean, SALVA Patrice : « Le Timbre valeur d'art et de placement », éditions GUY LE PRAT, 1976.

CAPRONNIER Jean : « Le prix des meubles d'époque : 1850 - 1956 », ARMAND COLIN, Recherche sur l'économie française, 1966.

DE KNYFF Gilbert : « Peintures et sculptures - Valeurs de placement », éditions GUY LE PRAT, 1971.

DE LA PERRIERE Patrice et WEIL Alain : « La numismatique valeur d'art et de placement », éditions GUY LE PRAT, .

DEPOND Axel : « Les techniques de gestion de patrimoine Guide juridique et fiscal », MAXIMA, Institut notarial du patrimoine, 1993.

FEUILLOLEY Marc : « L'impact du recours à une Société de Capital-Risque sur le coût du capital d'une entreprise », Mémoire majeur de DEA en Sciences de gestion, Université de Lille, 1992.

FRATANI Maurice : « La gestion dynamique de patrimoine », Editions comptables malesherbes - TOP EDITIONS, 1990.

GINSBURGH Victor, CHANEL Olivier et GERARD-VARET Louis-André : « Formation des prix des peintures modernes et contemporaines et rentabilité des placements sur le marché de l'art », Groupe de Recherche en économie quantitative et économétrie (G.R.E.Q.E.), 1990.

GIRAUD René et CHAIX Nicole : « Econométrie », Presse Universitaire de France, 1994.

GUILLOIN Pierre-Marie et LENGAIGNE Jean-Jacques : « Memento des professionnels du patrimoine 1991 », PATRIMOINE MANAGEMENT & TECHNOLOGIES, 1991.

HENNESSY Patrice : « L'autographe valeur de placement », éditions GUY LE PRAT, 1970.

IFCAM : « Gestion globale du patrimoine privé », ECONOMICA, 1993.

- JOHNSTON J : « Méthodes économétriques », tome 2, 3^e édition, Economica, 1988.
- LAVAND'HOMME Patrick : « Analyse du marché des estampes et de l'évolution de leurs prix », ULB Faculté des Sciences Sociales, Politiques, Economiques, section Economie, 1991-1992.
- LEGER Jacques : « La terre valeur de placement », éditions GUY LE PRAT, .
- MAHE Henry : « Le marché des antiquités et l'analyse macro-économique », Université de Montpellier, 1972.
- MAROIS William: « Investir dans le monde. Perspectives des placements financiers 1929-1993 », P.E.S. Dossiers, HACHETTE, 1989.
- MARTY Guy : « Guide de l'épargnant », Presse de la Cité / SOLAR, Affaires, 1980.
- MASSACRIER Alain : « Prix des timbres-poste français classiques », éditions MAURY, 1978.
- MASSACRIER Alain et REYNAUD Jacques : « Le guide du philatéliste », éditions REYNAUD, 1980.
- MELARD Guy : « Méthodes de prévisions à court terme », collection statistiques et mathématiques appliquées, Editions de l'Université de Bruxelles, Editions Elipses, 1988.
- MERCADAL Barthélémy, MACQUERON Pierre : « Le droit des affaires en France », éditions Francis Lefebvre, 1994.
- MONIN Henry : « Gestion de patrimoine. Tome 1. Développer et gérer un patrimoine », SEFI, 1992.
- MONIN Henry : « Gestion de patrimoine. Tome 2. La gamme des placements », SEFI, 1992.
- MORIEUX Pascal : « Satisfaction, profit et risque retirés d'un placement en actifs non-financiers », Université de Lille 1, 1980.
- NAEGELEN Florence : « Analyse théorique des mécanismes d'enchères », Université de Besançon, 1987.
- NAEGELEN Florence : « Les procédures d'enchères - Etude descriptive et comparative », Université de Besançon, 1984.
- PAYS Bruno : « La gestion de patrimoine », PUF, QUE SAIS-JE ?, 1992.
- RAMAN Jean-Pierre : « Coût et structure des ressources et comportement financier des P.M.E. », Thèse pour le doctorat d'état ès sciences de gestion, Lille, septembre 1981.
- REITLINGER Gérald : « The Economic of Taste : the Rise and Fall of the Picture Market, 1760-1960 », New-York : Holt, Rinehart and Winston, 1961.

REITLINGER Gérald. : « The Economic of taste. The Art Market in the 60's. », 1970, London, Barrie and Jenkins Ltd.

ROSS S. and WESTERFELD R.W. : « Corporate Finance », St LOUIS, Times Mirror, Mosby College Publishing.

ROUIR Eugene : « L'estampe valeur de placement », éditions GUY LE PRAT, 1983.

SALVY Claude : « Meubles et objets d'art valeurs de placement », éditions GUY LE PRAT, 1972.

SOLNIK Bruno : « Inflation et placements financiers », Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires (CESA), Les cahiers de recherches, 1977.

VAUCAIRE Michel : « Le livre valeur de placement », éditions GUY LE PRAT, 1970.

WAGENFUHR Horst : « L'art valeur de placement », BUCHET/CHASTEL, 1967.

YVERT & TELLIER, : « Catalogue des timbres-poste. France », éditions YVERT & TELLIER., 1900 à 1994.

Références bibliographiques des articles de périodiques cités dans cette thèse 481

« Bien acheter, bien vendre une collection », Le monde des philatélistes N° 483, mars 1994, pp. 31-38.

« Comment placer vos économies », 50 Millions de consommateurs-argent pratique N° 13, mars 1990.

« Le dictionnaire des placements », Challenges Hors série N°10, mai 1994.

« Le guide pratique des placements », Le nouvel économiste hors-série, 1991.

« Les collectionneurs et la poste », Le monde des philatélistes N° 487, juillet-août 1994, pp. 33-67.

« Où placer votre argent en 1996 ? », Capital N°52, janvier 1996, pp. 91-114.

« Une vente record », L'écho de la timbrologie N° 1659, décembre 1993, p. 10.

«Experts et expertises», Etude N° 206, Le Monde des Philatélistes, 1976, p.1.

ANDERSON Robert : « Painting as an investment », Economic Enquiry 12, 1974, pp. 13-26.

ANDRIMON Frédérique : « Immobilier : Acheter ou louer », Challenges, mai 1995, pp. 123-126.

BAUMOL William J : « La valeur antinaturelle ou l'investissement dans les oeuvres d'art considéré comme un coup de poker », La documentation française, 4^o conférence internationale sur l'Economie de la culture - Avignon 12-14 mai 1986, 1986, pp. 31-44.

BAUMOL William J : « Unnatural value : or art investment as floating crap game », American Economic Review, May 1986 (Paper ans processing), 76, pp.10-14.

CHEDEBOIS Marc, BALIN Jacqueline : « Rentabilité comparée des actions, des obligations et des placements à court terme ,en France, sur la période 1950-1979, face à l'inflation », Analyse financière 41, 2^o trimestre 1980, pp. 35-49.

CNIS : « Les indices boursiers », Rapport du groupe de travail sur les statistiques boursières , novembre 1992, pp.51-52.

COB : « Rapport sur les indices boursiers », Bulletin COB N° 264, décembre 1992, pp. 45-66.

CUECO Henri : « La peinture dernière valeur de refuge », Le monde diplomatique N° 423, juin 1989, pp.26-28.

DANAN Yves Maxime : « Le timbre et l'analyse quantitative en science politique », Publication de la faculté de droit et d'économie d'Amiens, 1972.

Références bibliographiques des articles de périodiques cités dans cette thèse 482

FABRE Robert : « Les placements en obligations, en actions et en or. », Economie et statistiques N° 133, mai 1981, pp. 45-55.

FAMA (E. F.) : « Random Walks in Stock Market Prices », Financial Analysts Journal, Vol. 21, N°5, septembre-OCTOBRE 1965.

GATTEGNO Hervé: "Une escroquerie dans les milieux philatéliques auraient fait plusieurs centaines de victimes", Le monde, le 10 mai 1996, p.9.

GILLET Roland : « Efficience informationnelle : un concept clé de la finance moderne », Problèmes économiques, N° 2.319-2.320, avril 1993, pp.63-66.

GINSBURGH Victor et BUELENS Nathalie : « Revisiting Baumol's unnatural value of art as a floating crap game », European Economic Review N° 37, 1993, pp. 1351-1371.

GINSBURGH Victor et DI VITTORIO Albert : « Les grands crus du haut-médoc : Les millésimes 1949 à 1989 dans les ventes publiques chez Christie's Londres. », CEME ULB Bruxelles, novembre 1994.

GINSBURGH Victor et DI VITTORIO Albert : « Les grands crus du haut-médoc : Les millésimes 1949 à 1989 dans les ventes publiques chez Christie's Londres. », Journal de la société statistique de Paris, vol.137, 1996, pp.19-49.

GRANIER Roland : « Faut-il investir dans les timbres ? », Le monde des philatélistes, N° 478, octobre 1993, pp.31-34.

GREZARD Jean : « Le CAC 40 et quelques autres indices boursiers », La revue du trésor N° 1, janvier 1990, pp.9-19.

INSEE : « 25 ans de compte de patrimoine, 1969-1993 », Résultats - Economie Générale, n° 98, 1993.

J.B.-H. « Retour aux valeurs sûres », Le Nouvel Economiste, Supplément patrimoine 94, 10 décembre 1993.

JAMET (Claude) : « Entre philosophie et réalités commerciales : l'art d'établir les cotes », L'Echo de le timbrologie, septembre 1995, p.15-17

JULLIEN Pierre : « Escroquerie aux blocs », Le monde des philatélistes, mai 1996, p.7.

JULLIEN Pierre, ROUY Jean-Claude : « Philatélistes à la loupe », Le monde temps libre , janvier 1994, p. VIII.

JULLIEN Pierre, ROUY Jean-Claude : « Poste : La grosse galette », Le monde temps libre , samedi 15 janvier 1994, p. VIII.

LAFORREST Pierre : « Le pouvoir d'achat des actions des obligations et de l'or », Economie et statistique N° 3, juillet-août 1969, pp. 3-11.

LAFORREST Pierre : « Le pouvoir d'achat des actions des obligations et de l'or en 1973 », Economie et statistique N° 59, septembre 1974, pp. 51-55.

Références bibliographiques des articles de périodiques cités dans cette thèse 483

LAFORST Pierre : « Le pouvoir d'achat des actions des obligations et de l'or (1914-1971) », Economie et statistique N° 23, mai 1971, pp. 55-62.

LAFORST Pierre et SALLEE Philippe : « Le pouvoir d'achat des actions des obligations et de l'or de 1914 à 1976 », Economie et statistique 86, février 1977, pp. 61-67.

MALPOT Jacques et PAQUEL Véronique : « La performance des placements depuis 1960 », Problèmes économiques N° 2347, octobre 1993, pp. 1-4.

MASSACRIER Alain : « Le marché philatélique français en 1984 : estimation du montant des transactions », L'écho de la timbrologie, septembre 1985, pp.20-21 - octobre 1985, pp.18-19.

MASSACRIER Alain : « Les nouveautés françaises », L'écho de la timbrologie, novembre 1981, pp.13-15 - décembre 1981, pp.16-17.

MELOT : Michel « On se calme », Timbroscopie, mai 1996, p.5.

PARIBAS : « Les indices boursiers », Option finance N°123, août 1990, pp.24-26.

POMMREHNE Werner et FREY Bruno : « Le placement en peintures : une étude empirique sur 350 ans (1635-1987) », Journal de la société statistique de Paris, Tome 130, 1989.

STEIN J.P. : « The monetary appreciation of painting », Journal of Political Economy, vol 85, 1977, October, p. 1021-1035.

« DROUOT 1990 : l'art et les enchères en France », éditions de l'Amateur, 1990.

ANANOFF Alexandre : « Ce qu'il faut connaître de la peinture et du dessin ancien », F. DE NOBELE, 1983.

BERNIER Georges : « L'art et l'argent : le marché de l'art à la fin du XXe siècle », RAMSAY, 1990.

BINOCHE Maitre : « De la peinture moderne en général et de la spéculation en particulier », Le Pré aux Clercs, 1991.

BREALEY Richard : « Principe de gestion financières des sociétés », éditions MAC GRAW HILL, 1984.

BROUTIN Alain : « Les valeurs mobilières », DUNOD, ECOFI, 1991.

BUFFIER Dominique et JULLIEN Pierre : « Les plus belles histoires de timbres », éditions LE MONDE, 1992.

CAMION GOURDIN Caty : « Gestion financière et évaluation d'un actif forestier », Université de Lille 1, 1983.

CHARREAUX Gérard : « Gestion financière », éditions LITEC, Expertise comptable, 1993.

COBBAUT Robert : « Théorie financière », ECONOMICA, GESTION, 1987.

DANCHIN Laurent, RIVIERE Philippe : « La métamorphose des médias », LA MANUFACTURE, 1989.

GAILLY Louis : « Cours sur la philatélie », Ecole professionnelle es sciences philatéliques, 1968.

GREFFE Xavier, PFLIEGER Sylvie et ROUET François : « Socio-économie de la culture. Livre, musique. », ANTHROPOS - ECONOMICA, 1990.

HAMON Jacques : « L'efficiencce du marché boursier français », CEREFIA, 1978.

HERSTCH Max : « Timbres rares », éditions PAYOT LAUSANNE, .

HOOG Emmanuel : « Le marché de l'art », PUF, QUE-SAIS-JE ?, 1991.

JACQUILLAT Bertrand, ROLL R. : « Actions obligations ordinaires obligations indexées, placements à court terme et inflation en France?. Rentabilité et risque 1960-1975 », Centre d'Enseignement Supérieur des Affaires (CESA), Les cahiers de recherches, 1977.

JACQUILLAT Bertrand, SOLNIK Bruno : « Marchés financiers : gestion de portefeuille et risques », DUNOD, ?.

LACAZE Xavier : « Dictionnaire encyclopédique de la finance », éditions GESPERFI, La synthèse financière, 1993.

LAISNE Pierre : « Comment investir intelligemment dans les timbres-poste », P.LAISNE, 1982.

MACKAY James Alexander : « Le livre Guinness des timbres », éditions N°1, 1983.

MASSACRIER Alain : « Evolution des prix des timbres-poste de collection », CNAM, mémoire économiste, 1977.

MASSACRIER Alain : « Prix des timbres-poste français classiques », éditions MAURY, 1978.

MILLET Catherine : « L'art contemporain en France », FLAMMARION, 1987.

MOULIN Raymonde : « L'artiste, l'institution et le marché », FLAMMARION, 1992.

MOULIN Raymonde : « Le marché de la peinture en France », éditions de Minuit, 1989.

PFLIEGER S., SAGOT-DUVAROUX D., ROUGET B. : « Le marché de l'art contemporain en France : prix et stratégie », LA DOCUMENTATION FRANÇAISE, 1991.

QUINTART Aimable et ZISSWILLER Richard : « Théorie de la finance », PUF, Gestion, 1985.

RAMAN Jean-Pierre et DERVAUX Bernard : « Politique financière de l'entreprise », ECONOMICA, l'esprit d'entreprise, 1990.

REVERDY Anne : « L'école de BARBIZON : évolution du prix des tableaux de 1850 à 1960 », Laboratoire d'économétrie du CNAM, 1972.

RHEIMS Maurice : « Apollon à Wall Street », SEUIL, 1992.

RHEIMS Maurice : « Le prix de l'art », CONNAISSANCES DES ARTS, 1985.

RHEIMS Maurice : « Les collectionneurs : de la curiosité, de la beauté, du goût, de la mode et de la spéculation », RAMSAY, 1981.

RHEIMS Maurice : « Les fortunes d'Apollon : l'art, l'argent, les curieux de Crésus aux Médicis », SEUIL, 1990.

RIVIERE Philippe : « La métamorphose des médias », LA MANUFACTURE, 1947.

SCHURR Gérald : « Les petits maîtres de la peinture, valeur de demain », éditions de l'Amateur, 1981.

SIMONNOT Philippe : « Doll'art », GALLIMARD, 1990.

SORENSEN Henry : « DROUOT 1989, l'art et les enchères en France », Compagnie des Commissaires Priseurs, 1990.

SOTHEBY'S : « Le prix des choses : guide des antiquités et des objets », LATTES, 1989.

SYCOMEX : « L'essentiel du patrimoine », éditions ESKA, 1994.

TENDRON René : « Votre patrimoine est-il bien placé ? », COPRUR, EPARGNE-PLACEMENT, 1991.

VAILLE Eugene : « Histoire du timbre-poste », PUF, Que sais-je ?, 1959.

VALUET Roger : « Le timbre-poste », PUF, Que sais-je ?, 1971.

WONNACOTT Ronald et WONNACOTT Thomas : « Statistiques appliquées à la gestion », ECONOMICA, 1990.

- « Argent : passe-temps ? », Le monde des philatélistes N° 480, décembre 1993, p. 14.
- « Faut-il investir dans les timbres ? », Le monde des philatélistes N° 478, octobre 1993, pp. 29-36.
- « Le marché de l'art reprend des couleurs », Challenges, mars 1994, pp. 106-111.
- « Le prix d'un diamant », Investir magazine N° 1056, avril 1994, p. 73.
- « Le timbre fiscal valeur d'investissement », L'écho de la timbrologie N° 1661, février 94, pp. 10-15.
- « Marché commun et marché de l'art », Connaissance des arts N° 482, 1992, pp. 133-136.
- « Placements spéciaux », Feu orange, Journal d'entreprise, CRCAM Indre, 1986, pp.11-12.
- « Sur offres, essais comparatifs », Le monde des philatélistes N° 484, avril 1994, p. 14.
- « Ventes : adjugée 20 millions de francs », Le monde des philatélistes N° 480, décembre 1993, p. 70.
- ASHENFELTER Orley : « How auctions work for wine and art », Journal of economic perspectives, vol 3, N° 3, summer 1989, pp. 23-36.
- AVERY Albert et COLONNA Carl : « Le marché des armes à feu de collection : une analyse économique et financière », La documentation française, 4° conférence internationale sur l'Economie de la culture, vol 1, 1986, pp.49-56.
- B. Ch. : « Les commissaires priseurs ont retrouvés le sourire », L'expansion N° 472, mars 1994, p. 14.
- BOURSE DE PARIS : « Indices SBF 120 et SBF 250 - Méthodologie et gestion », SBF - Bourse de Paris.
- BRAUDEAU Michel : « Tous timbrés », Le Monde, octobre 1993, p. 31.
- BUFFIER Dominique : « Initiation : l'état des timbres », Le monde des philatélistes N° 477, septembre 1993, p. 84.
- BUFFIER Dominique : « Initiation, lire un catalogue », Le monde des philatélistes N°481, janvier 1994, p. 76.
- CATTEAUX Dominique : « Le CAC 40 : un bon indice ? », Problèmes économiques N° 2280, 1992, pp. 6-9.
- CNEP : « Acheter, vendre », Le monde des philatélistes N° 485, mai 1994, p. 14.
- DAUBERVILLE Michel, FATON-BOYANCE Jeanne et TAJAN J. : « TVA : Le plat de lentille de M. CHARASSE », L'estampille - L'objet d'art N° 251, 1991, pp. 18-25.

DE CHALENDAR Jacques et DE BREBISSON Guy : « Le développement du mécénat en FRANCE », Problèmes économiques N° 2060, février 1988, pp. 2-7.

DIARD Jean : « L'art et l'argent », Etude N° 3756, 1991, pp. 615-624.

DUPUIS Xavier, ROUET François : « Les déterminants de la demande », La documentation française, 4^e conférence internationale sur l'Economie de la culture, vol 1, 1986, pp.85-87.

FLEURENT Patrice : « L'explosion du marché de l'art », Problèmes économiques N° 2119, avril 1989, pp. 22-24.

FREY Bruno S, POMMEREHNE Werner W : « Le commerce international des oeuvres d'art », La documentation française, 4^e conférence internationale sur l'Economie de la culture, vol 1, 1986, pp. La documentation française, 1986.

GOETZMANN William N : « Accounting for taste : art and the financial markets over three centuries », The american economic review, vol 83, N° 5, decembre 1993, pp. 1370-1376.

GRANIER Roland : « Faut-il investir dans les carnets ? », Le monde des philatélistes N° 472, mars 1993, pp.52-54.

GREGORY Pierre et MERCILLON Henri : « Le marché des biens d'art en vente publique : la place de Paris », Revue Banque N° 382, mars 1979, pp. 343-345.

JULLIEN Pierre : « Bien acheter, bien Vendre », Le monde des philatélistes N° 483, mars 1994, p. 6.

MARIE Françoise : « Peut-on se fier aux cotes ? », Investir magazine N° 1056, avril 1994, pp. 66-67.

MASSACRIER Alain : « La philatélie en 1858-1865 », L'écho de la timbrologie, mai 1978, p.8-9 - juin 1978, p.14.

MCNERTNEY Edward M, WAITS Richard C : « Evaluer l'héritage artistique », La documentation française, 4^e conférence internationale sur l'Economie de la culture, vol 1, 1986, pp.75-81.

MILGROM Paul : « Auctions and bidding : a primer », Journal of economic perspectives, vol 3, N° 3, summer 1989, pp. 3-22.

MOULIN Raimonde : « Le marché de l'art ou comment se construisent les valeurs artistiques », Esprit N° 10, 1993, pp. 139-147.

MOULIN Raymonde : « Le marché et le musée. La constitution des valeurs artistiques contemporaines », Revue française de sociologie, vol XXVII, juillet-septembre 1986, pp. 369-395

PESANDO James E : « Art as an investment : The market for modern prints », The american economic review, vol 83, N° 5, decembre 1993, pp. 1075-1089.

PFLIEGER S. : « Le marché de l'art contemporain », Problèmes économiques N° 2301, 1992, pp. 13-17.

PFLIMLIN Etienne : « Les placements financiers des ménages en France : situation et perspectives », Problèmes économiques N° 2172, 1990, pp. 22-25.

POMMEREHNE Werner et FREY Bruno : « Is art such a good investment ? », The public interest N° 91, spring 1988, pp. 79-86.

POURTEAU Roger : « Vieux millésimes, des valeurs sûres », Investir magazine N° 1056, avril 1994, pp. 64-65.

ROUGET B. et SAGOT-DUVAROUX D. : « Le marché de l'art contemporain », Problèmes économiques N° 2301, 1992, pp. 13-17.

STEVENSON Merrill : « Le marché de l'art », Problèmes économiques N° 2236, 1991, pp. 19-24.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE.....2

PREMIERE PARTIE : LES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION SONT-ILS DES VALEURS DE PLACEMENT ?11

CHAPITRE I : LA GESTION DE PATRIMOINE « MODERNE » 11

SECTION I : LE PATRIMOINE 11

I) LA NOTION DE PATRIMOINE..... 14

A) L'ANALYSE DU PATRIMOINE..... 14

1) L'approche juridique..... 16

2) L'approche économique..... 18

3) L'approche fiscale.....20

B) UNE DÉFINITION DU PATRIMOINE..... 22

C) LES RELATIONS ENTRE LES STOCKS ET LES FLUX QUI COMPOSENT LE PATRIMOINE. 27

II) MONTANT, COMPOSITION ET REPARTITION DU PATRIMOINE DES FRANCAIS.....29

A) MESURE DU PATRIMOINE DES FRANCAIS..... 29

B) LA COMPOSITION DU PATRIMOINE DES FRANÇAIS..... 30

1) Les éléments qui composent le patrimoine.30

2) Les facteurs qui influencent la composition d'un patrimoine.35

C) LA CONCENTRATION DES PATRIMOINES 37

1) Age et montant du patrimoine.....38

2) Profession et montant du patrimoine.....38

3) Héritages et patrimoine.39

III) CONCLUSION41

SECTION II : PRINCIPES ET MISE EN OEUVRE DE LA GESTION DE PATRIMOINE MODERNE..... 44

I) LE DIAGNOSTIC PATRIMONIAL.....44

A) L'ANALYSE DE LA SITUATION ACTUELLE..... 44

1) La situation familiale et successorale.....45

2) La situation professionnelle des conjoints.....45

3) La situation financière.....46

B) PROJECTIONS ET SIMULATIONS.....	47
1) La projection	47
2) La simulation.....	48
II) LA DEFINITION D'UNE STRATEGIE PATRIMONIALE	48
A) LES OBJECTIFS PATRIMONIAUX	48
B) LA SITUATION ET L'ANALYSE DES BESOINS.....	50
1) Le cycle de vie patrimonial	51
2) Le système de valeurs et le profil psychologique.....	53
3) Le niveau de ressources actuel et espéré	54
C) LE CONTEXTE EXTERNE.....	55
1) Les marchés.....	55
2) Les opérations juridiques.	56
3) Les opérations financières.....	57
III) LA MISE EN OEUVRE DE LA GESTION DE PATRIMOINE.....	61
A) LES ACTEURS	61
1) Le fonctionnement du marché.....	61
2) Les intervenants sur ce marché.	64
B) LES LOGICIELS DE GESTION DE PATRIMOINE.....	68
C) LES MOYENS D'INFORMATION.....	69
IV) CONCLUSION.....	70

CHAPITRE II : L'ANALYSE DES PLACEMENTS TRADITIONNELS ... 74

<i>SECTION I: LA GAMME DES PLACEMENTS TRADITIONNELS</i>	<i>75</i>
I) L'IMMOBILIER ET LE FONCIER.....	76
A) LES PLACEMENTS IMMOBILIERS.....	76
1) Le placement en biens propres.....	76
2) L'immobilier de rapport.....	78
3) Les Sociétés Civiles de Placement Immobilier (S.C.P.I.)	80
B) LES PLACEMENTS FONCIERS	81
1) Les terrains à bâtir	81
2) Les terres agricoles.....	82
3) Les placements forestiers.	83
II) LES PRODUITS RÉGIS PAR LE DROIT DES ASSURANCES	84
A) DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES LEGALES	84
B) LA GAMME DES PRODUITS	86
1) La prévoyance	86
2) La transmission	86
3) La capitalisation	88

III) L'ACTION ET SES PRODUITS DÉRIVÉS.....	90
A) L'ACTION.....	90
1) définition	90
2) Les types d'actions.....	91
B) Les produits dérivés.....	92
1) Les options.....	92
2) Les bons de souscription ou warrants.....	93
3) Les produits indicels.....	94
IV) L'OBLIGATION	95
A) DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES	95
1) Définition	95
2) Les caractéristiques d'un emprunt obligataire.....	96
B) LES GRANDES CATÉGORIES D'OBLIGATIONS.....	98
1) Les obligations à taux fixe et les Obligations Assimilables du Trésor (OAT).....	98
2) Les produits obligataires avec protection contre le risque de taux.....	99
3) Les produits intermédiaires entre l'obligation et l'action.....	101
V) LES PRODUITS À TAUX GARANTIS.....	104
A) LA GAMME DES PRODUITS À TAUX GARANTIS.....	104
1) Définition.....	104
2) Classification des produits à taux garantis.....	105
B) Les dépôts d'argent.....	105
1) Les placements disponibles.....	105
2) Les placements à terme.....	106
3) Les placements affectés.....	107
C) LES AUTRES PRODUITS À TAUX GARANTIS.....	108
1) Les titres de créances négociables (TCN).....	108
2) Les fonds communs de créances.....	109
3) Les OPCVM et contrats à taux de rendement garanti.....	109
VI) LES OPCVM.....	111
A) LES SICAV	112
1) Définition	112
2) Les différents types de SICAV.....	113
B) LES FCP.....	114
1) Définition	114
2) Les types de FCP.....	114
VII) L'OR.....	115
A) DÉFINITION ET MARCHÉ.....	115
1) Définition et caractéristiques.....	115
2) Le marché.....	117
B) L'OR MÉTAL ET L'OR PAPIER.....	118
1) L'or métal.....	118
2) L'or papier.....	119

VIII) CONCLUSION	121
------------------------	-----

<i>SECTION II : LA CLASSIFICATION DES CRITERES DE COMPARAISON DES PRODUITS DE PLACEMENT</i>	123
---	-----

I) RAPPELS THEORIQUES : LES CRITERES TRADITIONNELS DE CLASSEMENT DES BIENS ET DES DROITS.....	123
--	-----

A) LES CRITÈRES JURIDIQUES.....	123
---------------------------------	-----

1) La classification des choses.....	124
--------------------------------------	-----

2) La classification des droits.....	126
--------------------------------------	-----

B) LES CRITÈRES ÉCONOMIQUES.....	128
----------------------------------	-----

1) Définition d'un bien économique.....	128
---	-----

2) Les classifications économiques.....	129
---	-----

II) LA CLASSIFICATION DES CRITÈRES RETENUS EN GESTION DE PATRIMOINE.....	132
---	-----

A) LES CRITERES RETENUS EN GESTION DE PATRIMOINE.....	132
---	-----

1) La rentabilité	133
-------------------------	-----

2) Le risque.....	133
-------------------	-----

3) La liquidité	134
-----------------------	-----

4) L'horizon de placement.....	134
--------------------------------	-----

5) La fiscalité.....	135
----------------------	-----

6) L'usage.....	135
-----------------	-----

7) Le plaisir	135
---------------------	-----

8) Le mode de gestion	136
-----------------------------	-----

9) La divisibilité de l'actif.....	137
------------------------------------	-----

B) LE COUPLE RENTABILITE-RISQUE.....	138
--------------------------------------	-----

1) Les critères rattachés à la rentabilité.....	138
---	-----

2) Les critères rattachés au risque.....	142
--	-----

III) UNE TYPOLOGIE DES PLACEMENTS	145
---	-----

A) LA CLASSIFICATION DES PLACEMENTS SELON LE CRITÈRE DE LA RENTABILITÉ.....	146
--	-----

B) UNE TYPOLOGIE SELON LE COUPLE RENTABILITÉ-RISQUE.....	148
--	-----

1) Une approche du risque mesuré par la volatilité.....	148
---	-----

2) Une typologie basée sur une approche globale du risque.....	153
--	-----

IV) CONCLUSION.....	157
---------------------	-----

CHAPITRE III : UN PROLONGEMENT, LE PLACEMENT EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.....	160
<i>SECTION I : LES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION - UNE PRESENTATION.....</i>	<i>161</i>
I) DISTINCTION ENTRE BIENS DIVERS ET OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.....	162
A) DISTINCTION PAR RAPPORT AU CRITÈRE DE LA LIQUIDITÉ.....	165
B) DISTINCTION PAR RAPPORT AU CALCUL DE LA RENTABILITÉ.....	166
II) UNE TENTATIVE DE DÉFINITION DES OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.....	168
A) UNE ÉTUDE DES DÉFINITIONS PROPOSÉES.....	168
B) UNE ANALYSE DES LISTES D'OBJETS D'ART ET DE COLLECTION PROPOSÉES PAR LES SPÉCIALISTES.....	171
<i>SECTION II : L'ANALYSE DES PLACEMENTS EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION SELON LE CRITÈRE DE LA RENTABILITÉ.....</i>	<i>176</i>
I) LES ÉTUDES NON-SYNTHÉTIQUES.....	176
II) LES ÉTUDES SYNTHÉTIQUES NON-VÉRIFIABLES.....	177
III) LES ÉTUDES REPOSANT SUR LES MODELES DESCRIPTIFS.....	180
IV) LES ETUDES AYANT RECOURS A DES MODELES EXPLICATIFS. ...	187
A) LES RÉSULTATS OBTENUS PAR P. MORIEUX.....	189
B) LES RÉSULTATS OBTENUS SUR LES ESTAMPES ET LES VINS	192
<i>SECTION III : L'ANALYSE DES PLACEMENTS EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION EN FONCTION DU COUPLE RENTABILITE-RISQUE.</i>	<i>196</i>
I) LES TRAVAUX DE W. BAUMOL.....	197
II) LES TRAVAUX DE W. POMMERHNE ET B. FREY.....	199
III) LES TRAVAUX DE O. CHANEL, L.A. GERARD-VARET ET V. GINSBURGH.....	201
IV) LES TRAVAUX DE N. BUELENS ET V. GINSBURGH.....	206
V) UNE CONCLUSION SUR L'OPPORTUNITÉ D'UN PLACEMENT EN OBJETS D'ART ET DE COLLECTION.....	211
<i>SECTION IV : LE TIMBRE-POSTE DE COLLECTION - UNE PRÉSENTATION.....</i>	<i>216</i>
I) HISTORIQUE DU TIMBRE-POSTE.....	217
II) LES DÉBUTS DE LA PHILATÉLIE.....	218
III) LE TIMBRE-POSTE DE COLLECTION COMME VALEUR DE PLACEMENT.....	221

DEUXIEME PARTIE : LE MARCHE DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.....229

CHAPITRE I : L'EFFICIENCE DU MARCHE DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION..... 229

SECTION I : L'ATOMICITÉ SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION : ANALYSE DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE. 231

- I) ANALYSE DE L'OFFRE.233
- II) ANALYSE DE LA DEMANDE.....237
- III) CONCLUSION241

SECTION II : LA LIQUIDITE SUR LE MARCHE DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION. 244

- I) LES MODES DE TRANSACTION SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.....245
 - A) LA VENTE AUX ENCHÈRES..... 245
 - B) LA VENTE SUR OFFRES..... 248
 - 1) Les mécanismes de la vente sur offres249
 - 2) Les coûts de transaction lors d'une vente sur offres254
 - C) LA VENTE DE GRÉ À GRÉ. 258
- II) LES FACTEURS QUI INFLUENCENT POSITIVEMENT LA LIQUIDITÉ SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION.....269
 - A) L'UNIVERSALITÉ DE LA VALEUR..... 269
 - B) LA DISCRÉTION..... 271
- III) CONCLUSION275

SECTION III : LA TRANSPARENCE SUR LE MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE COLLECTION. 277

- I) LES SOURCES D'INFORMATION278
 - A) LA PRESSE SPÉCIALISÉE. 278
 - B) LES OUVRAGES..... 280
 - C) LES INFORMATIONS FOURNIES PAR LES VENTES SUR OFFRES ET LES VENTES AUX ENCHÈRES. 281
- II) LES CATALOGUES DE COTES.285
 - A) LE CONTENU DES CATALOGUES..... 285
 - B) HISTORIQUE DES CATALOGUES..... 289
 - C) COTES ET PRIX DE VENTE..... 291
 - D) LE SCANDALE DES « BLOCS MONÉGASQUES ». 295
- III) CONCLUSION.....298
- IV) UNE CONCLUSION SUR L'ANALYSE QUALITATIVE DE L'EFFICIENCE.....300

*SECTION IV : UNE MESURE QUANTITATIVE DE L'EFFICIENCE
INFORMATIONNELLE DU MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE
COLLECTION* 304

I) L'ÉCHANTILLON.....	304
A) UNE VALIDATION STATISTIQUE DU RECOURS AUX COTES DES TIMBRES-POSTE DE COLLECTION : L'ANALYSE DE LA CORRÉLATION ENTRE LES COTES ET LES PRIX DE VENTE.....	304
B) LE CHOIX DES TIMBRES QUI CONSTITUENT L'ÉCHANTILLON	311
II) APPLICATION DU MODÈLE DE L'EFFICIENCE SOUS SA FORME FAIBLE AU MARCHÉ DU TIMBRES-POSTE DE COLLECTION.	314
A) ANALYSE DE LA TENDANCE.....	318
1) La méthode.....	318
2) les résultats.....	322
B) LE TEST DE L'EFFICIENCE SOUS SA FORME FAIBLE.....	323
1) La méthode.....	323
2) Les résultats.....	324
III) CONCLUSION.....	326

CHAPITRE II : RENTABILITE ET RISQUE D'UN PLACEMENT EN
TIMBRES-POSTE DE COLLECTION 332

*SECTION I : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE CONSACRÉE À
L'ANALYSE ÉCONOMIQUE DU MARCHÉ DU TIMBRE-POSTE DE
COLLECTION* 332

I) L'ÉTUDE DE P. SALVA ET J. CAITI.....	333
II) L'ÉTUDE RÉALISÉE PAR J. REYNAUD ET A. MASSACRIER.	336
III) L'ÉTUDE RÉALISÉE PAR R. GRANIER.....	342

*SECTION II : CONSTRUCTION D'UN INDICATEUR DE RENDEMENT :
LE TP 82* 346

I) LA CONSTRUCTION DE L'INDICE.....	347
A) LE CHOIX DE L'ÉCHANTILLON.....	347
1) Etre coté depuis 1949.....	349
2) Posséder une valeur unitaire importante.	349
3) Posséder une certaine liquidité.....	350
B) LE CALCUL DE L'INDICE.....	353
1) La pondération liée à la valeur unitaire.....	355
2) La pondération liée à la liquidité.....	355
3) La pondération liée aux coûts de transaction	356
4) Le calcul du TP 82	357

	497
II) ANALYSE DES RÉSULTATS	359
A) Analyse du TP 82 en francs courants sur la période 1949-1994	359
B) Analyse du TP 82 en francs constants sur la période 1949-1994	362
C) LE TP 82 COMPARÉ AUX AUTRES FORMES DE PLACEMENT.....	363
1) Analyse sur la période 1949-1994.....	364
2) Analyse sur la période 1961-1994.....	365
3) Analyse sur la période 1987-1994.....	366
III) LA PRISE EN COMPTE DU RISQUE.....	367
IV) CONCLUSION.....	372
SECTION III : ANALYSE D'UN PLACEMENT EN TIMBRES-POSTE DE COLLECTION PAR LA MÉTHODE DES RÉGRESSIONS HÉDONISTIQUES	374
I) LA MÉTHODOLOGIE DES RÉGRESSIONS HÉDONISTIQUES	375
A) L'ÉTAT DU TIMBRE.....	378
B) LA QUALITÉ DU TIMBRE	379
C) LE NUMÉRO DU TIMBRE.....	380
D) L'ANNÉE DE VENTE.....	381
II) ANALYSE DES RÉSULTATS	383
A) ANALYSE SUR L'ÉCHANTILLON COMPLET.....	383
B) ANALYSE SUR LES TIMBRES CLASSIQUES DE L'ÉCHANTILLON.....	383
C) ANALYSE SUR LES TIMBRES SEMI-MODERNES DE L'ÉCHANTILLON ..	390
III) ANALYSE DES RÉSULTATS SUR UN ÉCHANTILLON CONSTITUÉ DES MÊMES TIMBRES QUE LE TP 82	393
IV) ANALYSE DES RÉSULTATS SUR UN ÉCHANTILLON CONSTITUÉ D'UN TIMBRE : LE 257A.....	397
V) CONCLUSION	400
CONCLUSION GENERALE.....	402
ANNEXES	412
RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES DES OUVRAGES CITÉS DANS CETTE THESE.....	478
RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES DES ARTICLES DE PÉRIODIQUES CITÉS DANS CETTE THESE	481
BIBLIOGRAPHIE COMPLÉMENTAIRE DES OUVRAGES	484

BIBLIOGRAPHIE COMPLEMENTAIRE DES ARTICLES DE PERIODIQUES	487
TABLE DES MATIERES.....	490
TABLE DES ANNEXES.....	499
TABLE DES ILLUSTRATIONS.....	501

TABLE DES ANNEXES

TABLE DES ANNEXES

ANNEXE I :	Patrimoine des ménages de 1982 à 1993	page 412
ANNEXE II :	France : Composition du patrimoine des ménages et entrepreneurs individuels.....	page 413
ANNEXE III :	Composition du patrimoine financier des ménages.....	page 414
ANNEXE IV :	Composition des patrimoine bruts des ménages selon la C.S.P. au 31 décembre 1982	page 415
ANNEXE V :	Patrimoine moyen selon la C.S.P. - FRANCE.1982	page 416
ANNEXE VI :	Contributions de différents facteurs à l'inégalité patrimoniale (France 1980-1986)	page 417
ANNEXE VII :	Principales revues dans le domaine patrimonial.....	page 418
ANNEXE VIII :	La presse française et l'information patrimoniale	page 419
ANNEXE IX :	Les dépôts d'argent et les autres produits à taux garantis.....	page 420
ANNEXE X :	Taux de détention des actifs selon le décile de patrimoine....	page 421
ANNEXE XI :	Taux de rendement par période et par école de peinture	page 422
ANNEXE XII :	Taux de rendement par période et par école de peinture (en excluant la période 1914-1949)	page 423
ANNEXE XIII :	Taux de rendement moyen et leurs écarts-type.....	page 424
ANNEXE XIV :	Taux de rendement par période et par école de peinture (comparaison avec les régressions hédonistiques).....	page 425
ANNEXE XV :	Extrait d'un catalogue de vente sur offres des Etablissements CERES	page 426
ANNEXE XVI :	Photographies d'une partie des lots proposés dans l'annexe XV	page 427
ANNEXE XVII :	Résultats du test sur le modèle de régression linéaire simple, appliqué à 10 ventes sur offres.....	page 428

ANNEXE XVIII :	Liste des timbres dont les cotes ont été soumises au test de l'efficience	page 429
ANNEXE XIX :	Identification de la tendance par une fonction Spline.....	page 431
ANNEXE XX :	Test de l'efficience sous sa forme faible sur les prix corrigés de la tendance.....	page 432
ANNEXE XXI :	Inflation et indices bruts et nets des cotes philatéliques (France 1900-1993).....	page 433
ANNEXE XXII :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques sur l'échantillon complet	page 434
ANNEXE XXIII :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques sur l'échantillon complet (méthode « backward »).....	page 441
ANNEXE XXIV :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres classiques	page 448
ANNEXE XXV :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres classiques (méthode « backward »).....	page 453
ANNEXE XXVI :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres semi-modernes	page 458
ANNEXE XXVII :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé de timbres semi-modernes (méthode « backward »).....	page 462
ANNEXE XXVIII :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82	page 466
ANNEXE XXIX :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82 (méthode « backward »).....	page 470
ANNEXE XXX :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé d'un seul timbre : le 257A	page 474
ANNEXE XXXI :	Analyse par la méthode des régressions hédonistiques d'un échantillon composé d'un seul timbre : le 257A (méthode « backward »).....	page 476

**TABLE DES
ILLUSTRATIONS**

TABLE DES ILLUSTRATIONS

PREMIERE PARTIE

CHAPITRE I

SCHEMA 1 : Les principes de la démarche patrimoniale	page 13
SCHEMA 2 : Les éléments constitutifs du patrimoine selon P.M. GUILLON et J.J. LENGAINNE	page 26
SCHEMA 3 : Schéma du patrimoine et des flux	page 28
SCHEMA 4 : Schéma de fonctionnement du marché de la gestion de patrimoine	page 62

CHAPITRE II

TABLEAU N°1 : Les dépôts d'argent	ANNEXE IX
TABLEAU N°2 : Les produits à taux garantis.....	ANNEXE IX
GRAPHIQUE N°1 : Performance réelle globale de l'ensemble des placements de 1960 à 1992	page 146
GRAPHIQUE N°2 : Performance réelle globale des différents placements	page 147
TABLEAU N°3 : Moyenne et écart-type de la rentabilité de différents placements	page 150
GRAPHIQUE N°3 : Analyse du couple rentabilité-risque d'une gamme de placements	page 151
GRAPHIQUE N°4 : Hiérarchie des différents placements	page 152
TABLEAU N°4 : Echéances des objectifs et cohérence des placements.....	page 154
TABLEAU N°5 : Objectifs et produits	page 155

CHAPITRE III

GRAPHIQUE N°1 : Evolution du prix de la commode Louis XV de 1970 à 1987.....	page 178
GRAPHIQUE N°2 : Peintures, objets d'art, numismatique - Prix pour la période 1961-1975.....	page 179
GRAPHIQUE N°3 : Prix réel des meubles d'époque de 1860 à 1953	page 181
GRAPHIQUE N°4 : Indice synthétique des prix des meubles d'époque Louis XV et Louis XVI de 1956 à 1969.....	page 182
TABLEAU N°1 : Résultats comparés des travaux de J. CAPRONNIER et P. MORIEUX de 1949 à 1956.....	page 184
GRAPHIQUE N°5 : Comparaison des travaux de P. MORIEUX et J. CAPRONNIER sur les commodes Louis XV (1949-1956)	page 185
GRAPHIQUE N°6 : Comparaison des travaux de P. MORIEUX et H. MAHE sur les commodes Louis XV (1956-1970).....	page 186
GRAPHIQUE N°7 : Indice des prix d'un « type » de commode Louis XV (1949-1978).....	page 190
GRAPHIQUE N°8 : Indice du prix de vente des « grands crus du Haut-Médoc » (1980-1992)	page 193
GRAPHIQUE N°9 : Indice du prix de vente des estampes (1962-1990).....	page 194
TABLEAU N°2 : Taux de rentabilité actuariel réel des tableaux (1635-1987)	page 200
TABLEAU N°3 : Taux de croissance réels des prix des tableaux (1855-1970)	page 202
TABLEAU N°4 : Indice de prix des peintures et rendement des actions sur la période 1950-1970	page 204
GRAPHIQUE N°10 : Indice de prix des peintures et rendement des actions sur la période 1950-1970	page 205

DEUXIEME PARTIE

CHAPITRE I

TABLEAU N°1 :	Propositions de rachat d'un lot de timbres par les négociants dans le cadre d'une vente de gré à gré.....	page 262
---------------	---	----------

CHAPITRE II

TABLEAU N°1 :	Moyenne des prix des timbres classiques (en francs constants) de 1905 à 1978 ...	page 337
GRAPHIQUE N°1 :	Moyenne des prix des timbres classiques (en francs constants) de 1905 à 1978 ...	page 338
TABLEAU N°2 :	Evolution des moyennes des prix salariaux des timbres classiques de 1905 à 1978.....	page 339
GRAPHIQUE N°2 :	Evolution des moyennes des prix salariaux des timbres classiques de 1905 à 1978.....	page 340
TABLEAU N°3 :	Analyse de la liquidité des timbres qui composent le TP 82.....	page 352
TABLEAU N°4 :	Valeurs du TP 82 de 1949 à 1994	page 358
GRAPHIQUE N°3 :	Evolution du TP 82 (en francs courants) de 1949 à 1994	page 360
GRAPHIQUE N°4 :	Evolution du TP 82 (en francs constants) de 1949 à 1994.....	page 362
GRAPHIQUE N°5 :	Le TP 82 comparé aux placements financiers de 1949 à 1994	page 364
GRAPHIQUE N°6 :	Le TP 82 comparé aux placements financiers de 1961 à 1994	page 365
GRAPHIQUE N°7 :	Le TP 82 comparé aux placements financiers de 1987 à 1994	page 366
TABLEAU N°5 :	Analyse du couple rentabilité-risque du TP 82 et de divers placements financiers de 1949 à 1994	page 368
GRAPHIQUE N°8 :	Analyse du couple rentabilité-risque du TP 82 et de divers placements financiers de 1949 à 1994	page 369
TABLEAU N°6 :	Analyse du couple rentabilité-risque du TP 82 et de divers placements financiers de 1961 à 1994	page 369
TABLEAU N°7 :	Valeurs de l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques sur l'échantillon complet.....	page 384
TABLEAU N°8 :	Le TP 82 comparé à l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques sur l'ensemble de l'échantillon	page 385
TABLEAU N°9 :	Valeurs de l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques sur un échantillon composé uniquement de timbres classiques	page 388
TABLEAU N°10 :	Valeurs de l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques sur un échantillon composé uniquement de timbres semi-modernes	page 391
TABLEAU N°11 :	Valeurs de l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques sur un échantillon composé des mêmes timbres que le TP 82	page 394
TABLEAU N°12 :	Le TP 82 comparé à l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques à partir d'un échantillon constitué des mêmes timbres que le TP 82	page 395
TABLEAU N°13 :	Valeurs de l'indice obtenu grâce aux régressions hédonistiques sur un échantillon composé d'un timbre : le 257A	page 398