

Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur

**Michel Boutillier, Agnès Labye, Christine Lagoutte,
Nathalie Lévy, Auguste Mpacko Priso, Valérie Oheix,
Stéphane Justeau et Bruno Séjourné***

L'adoption de bases comptables communes pour la présentation des statistiques financières des pays européens ouvre un large éventail de possibilités en matière d'études comparatives. Pour ce qui concerne l'épargne des ménages, on relève de profondes disparités dans les comportements, mais également un certain nombre d'évolutions communes.

D'un point de vue structurel, l'affectation initiale du patrimoine financier entre les différentes catégories de titres détenus directement et les différents intermédiaires financiers est marquée par les choix économiques et sociaux qui gouvernent ou ont gouverné les pays étudiés. On peut citer par exemple la détention massive de titres d'État en Italie, le poids de l'intermédiation bancaire traditionnelle en Allemagne, ou bien l'importance des placements auprès des assureurs ou des fonds de pension aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

Sur un plan dynamique, l'évolution essentielle de ces dernières années tient au recul de l'intermédiation bancaire classique dans tous les pays étudiés au profit des autres intermédiaires financiers (OPCVM, assureurs, fonds de pension). Le développement des intermédiaires non bancaires sur la période 1995-1999 joue un rôle essentiel dans l'orientation des capitaux vers les marchés d'actions et la diversification internationale des portefeuilles.

Au total, les patrimoines financiers des ménages européens sont, en moyenne, davantage investis sur des actions ou sur des actifs étrangers, ce qui implique par ailleurs un accroissement des risques encourus par les épargnants. Toutefois, dans les pays germanophones ou du sud de l'Europe, le financement de la dette domestique demeure majoritaire.

* Michel Boutillier, Agnès Labye, Christine Lagoutte, Nathalie Lévy, Auguste Mpacko Priso, Valérie Oheix font partie du Modem-Université Paris X-Nanterre. Stéphane Justeau appartient à l'ESSCA-Angers et Bruno Séjourné au GEAPE-Université d'Angers.
Les noms et dates entre parenthèses renvoient à la bibliographie en fin d'article.

L'évolution de la comptabilité nationale financière européenne – et particulièrement des tableaux d'opérations financières (TOF) – qui est allée de pair avec la construction de l'Union économique et monétaire a rendu possible des études financières comparatives entre pays membres. Ainsi l'adoption d'un cadre commun et détaillé de méthodologie statistique (la base ESA 95 ou SEC 95) pour de nombreux pays européens permet de comparer les différentes formes d'épargne et d'en dégager une vue d'ensemble (cf. encadré 1). Ce cadre ne permet cependant pas d'envisager l'épargne ou le patrimoine dans sa globalité : on ignore ici en particulier l'immobilier et les outils de production comme leur financement. Dans le même esprit, on privilégie ce qui valorise le mieux l'exploitation d'une base de données détaillées, et ce qui est aussi plus novateur, à savoir l'étude de la *structure* et de la *destination finale* du portefeuille financier plutôt que celle de son *niveau*. En d'autres termes, on examine, pour les principaux pays de l'Union, les choix de portefeuille du secteur institutionnel « ménages » pour analyser la structure de l'actif financier de cet agent macroéconomique, en ignorant toute forme de passif et toute forme d'actif tangible (ou matériel) et en faisant abstraction de toute considération sur la concentration ou la distribution selon des caractéristiques individuelles (âge, sexe, CSP, etc.).

Évaluer les destinations finales du patrimoine financier des ménages de l'Union européenne nécessite toutefois de rendre transparents les différents circuits d'intermédiation. Les choix de portefeuille initiaux des ménages révèlent à la fois leur comportement d'épargne mais aussi la capacité des intermédiaires financiers à canaliser les ressources vers des orientations spécifiques de placement. Par ailleurs, le poids de l'intermédiation financière et la spécificité de ses circuits, monétaires et non monétaires, sont déterminants pour éclairer la détention indirecte d'actifs financiers par les ménages. Cette approche est d'abord bâtie sur le grand détail dans la représentation des placements et des circuits de placement et de financement autorisé par la base de données utilisée. En second lieu, elle s'écarte sensiblement d'un simple examen de la structure des engagements des agents résidents puisque ces engagements ne sont pas seulement détenus, directement ou indirectement, par les ménages mais aussi par les administrations publiques et surtout par les non-résidents. Elle permet enfin une analyse inédite à ce jour, même pour un seul pays, et qui est menée à bien sur un large échantillon de pays européens, avec les États-Unis en contrepoint.

L'analyse de la structure du patrimoine financier des ménages fait apparaître cinq grands types d'affectation possibles de cette richesse financière :

- le financement de la dette publique (domestique),
- le financement de la dette privée (domestique),
- la détention d'actions cotées des sociétés non financières (domestiques),
- les créances sur le Reste du monde,
- les créances détenues sur les intermédiaires financiers (domestiques).

Les quatre premières affectations témoignent de la participation directe des ménages au processus de financement des agents non financiers résidents et du Reste du monde, la cinquième traduisant l'importance relative de l'intermédiation (1). L'analyse de cette cinquième affectation permet de préciser la manière dont chaque catégorie d'intermédiaire financier oriente, à son tour, les ressources collectées auprès des ménages vers les quatre premières formes de placement. On distingue ici les circuits d'intermédiation de marché de création récente (organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), fonds de pension) ou qui connaissent une nouvelle ampleur (assurance-vie) des circuits plus traditionnels (banques). Ainsi, en rendant transparents les choix d'affectation de ces intermédiaires monétaires et non monétaires, il est possible d'identifier le travail de réallocation effectué par les diverses catégories d'intermédiaires et, par conséquent, la destination finale du patrimoine financier des ménages vers les « emprunteurs » ultimes. Ceci permettra d'une part d'évaluer la participation des ménages au financement domestique et à celui du Reste du monde et, d'autre part, d'évoquer l'exposition réelle des portefeuilles aux risques financiers.

Le patrimoine financier des ménages

En première affectation, les ménages ont le choix entre détenir directement des titres ou confier leur épargne à un intermédiaire financier. Au-delà de ce partage global, qui rend compte du niveau de l'intermédiation dans chacun des pays étudiés, sont envisagés la sélection

1. Une description plus précise du contenu de ces diverses affectations est, entre autres éléments, donnée dans l'encadré 2.

Encadré 1

LES CARACTÉRISTIQUES DE LA BASE DE DONNÉES

Identifier l'orientation des formes de placements du patrimoine financier des ménages européens suppose préalablement de disposer de données homogènes et de raisonner à partir d'un cadre comptable commun. Le succès d'une analyse comparée des choix de portefeuille est donc étroitement lié à l'existence de données cohérentes, disponibles depuis l'adoption récente de normes comptables européennes.

Une couverture géographique représentative de l'Union européenne

L'étude porte sur un échantillon de neuf pays de l'Union européenne (UE) qui ont effectué le passage au nouveau régime de comptabilité nationale défini à l'échelle européenne (ESA 95 ou SEC 95) et qui ont fourni leurs informations dans cette nouvelle base. Cette sélection de pays, quoique contrainte par la disponibilité des données, offre en définitive une bonne couverture de la zone de l'Union européenne tant du point de vue de la taille que de la création de richesse. En effet, les neuf pays retenus représentent, en 1999, environ 90 % du PIB ou de la population de l'UE (cf. tableau A). Parmi eux et au regard de ces deux critères, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, l'Espagne et dans une moindre dimension les Pays-Bas constituent les six premiers pays de l'UE (soit plus de 80 % du PIB et de la population). Trois autres pays de taille plus modeste sont également retenus : la Suède, l'Autriche et la Finlande qui occupent respectivement les 8^e, 9^e et 11^e rang de l'UE pour le PIB et les 10^e, 11^e et 13^e rang pour la population.

Les six pays membres de l'UE exclus de l'étude sont la Belgique, pour laquelle la nomenclature des Tableaux d'opérations financières (TOF) n'offrait pas, au moment de sa réalisation, de ventilation entre le secteur des ménages et celui des entreprises non financières, le Danemark, la Grèce, l'Irlande, le Luxembourg et le Portugal, pays dans lesquels les TOF en

base SEC 95 n'étaient pas disponibles (1). En outre on a fait figurer dans les tableaux une moyenne des neuf pays européens ainsi retenus (pondérée par l'importance respective des patrimoines des ménages) et, à titre de comparaison, les informations similaires pour les États-Unis.

Trois catégories d'intermédiaires financiers

La structure et la destination finale de l'épargne des ménages sont appréhendées à partir des comptes financiers (ou TOF en encours) des agents (financiers et non financiers), statistiques fournies par les différentes banques centrales. Pour tous les pays, les ménages sont répertoriés dans les secteurs S14 et S15 sous les appellations « ménages » et « institutions à but non lucratif au service des ménages ». Le secteur financier des pays considérés (S12) se décompose en trois catégories d'intermédiaires financiers. On distingue les intermédiaires financiers monétaires (IFM), les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) et enfin les assurances et fonds de pension (2).

Les intermédiaires financiers monétaires (IFM) comprennent :

- la banque centrale (S121),
- les autres institutions financières monétaires composées principalement des banques et des caisses d'épargne (S122).



1. La Grèce, le Luxembourg et l'Irlande ont obtenu des dérogations pour le passage à cette nouvelle base respectivement jusqu'en 2003, 2004 et 2005.

2. L'Espagne ne considère que deux types d'intermédiaires, les IFM et les IFNM, incluant alors dans cette dernière catégorie les assurances et les fonds de pension.

Tableau A
Représentativité de l'échantillon dans le PIB et la population de l'UE en 1999

	PIB			Population		
	En millions d'euros	En % du total de l'UE	Rang	En millions d'habitants	En % du total de l'UE	Rang
Allemagne	1 982 381	24,8	1	82,2	21,8	1
Royaume-Uni	1 352 753	16,9	2	59,6	15,8	2
France	1 344 417	16,8	3	59,3	15,8	3
Italie	1 099 105	13,8	4	57,7	15,3	4
Espagne	559 352	7,0	5	39,4	10,5	5
Pays-Bas	369 530	4,6	6	15,9	4,2	6
Suède	223 910	2,8	8	8,9	2,4	10
Autriche	195 397	2,5	9	8,1	2,2	11
Finlande	121 703	1,5	11	5,2	1,4	13
Part des 9 dans l'UE	7 248 548	90,8		336,3	89,3	

Source : Eurostat, 2001.

Encadré 1 (suite)

Les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) comprennent :

- les autres intermédiaires financiers (S123) qui incluent différents types d'intermédiaires intervenant principalement dans le financement de long terme tels que les sociétés d'investissement, les sociétés de gestion collective de portefeuille, les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières),
- les auxiliaires financiers (S124) qui exercent des activités étroitement liées à l'intermédiation financière mais en ne tenant aucune position propre ou très peu. Ce sont par exemple les courtiers d'assurances, les courtiers en titres, les sociétés dont le rôle principal est de garantir du papier et des instruments similaires, les sociétés qui fournissent l'infrastructure pour les marchés financiers, etc.

Les sociétés d'assurances et les fonds de pension (S125) interviennent principalement dans des activités d'intermédiation financière impliquant une mise en commun de risques.

Il faut signaler que la classification des OPCVM monétaires (fonds mutuels intervenant sur le marché monétaire) ne fait pas l'objet d'un traitement homogène entre les pays (cf. tableau B). En effet, seules l'Allemagne, l'Espagne, la Finlande et la France les intègrent dans les IFM. Cependant, cette différence de nomenclature ne pose pas de réels problèmes de cohérence car, dans l'échantillon, les OPCVM monétaires n'existent significativement qu'en France, en Allemagne et en Autriche. Or ce dernier pays ne distingue qu'un seul secteur financier, celui des « sociétés financières ».

Quatre grands types de placements

À partir de cette identification sectorielle, il est possible de procéder à une évaluation de l'affectation finale du patrimoine financier des ménages aux quatre

grands types de placements possibles (dette publique, dette privée, actions cotées des sociétés non financières et créances sur le Reste du monde) après avoir mis en évidence les choix effectués par les intermédiaires financiers eux-mêmes. De ce point de vue, on a considéré que les choix d'affectation intermédiés s'effectuent sans distinction quant à l'origine des ressources collectées (3). De plus, par souci d'homogénéité dans la collecte des données, les actions non cotées des sociétés non financières ont été retirées de la richesse financière des ménages. En effet, leur mode de prise en compte comporte de fortes disparités : il semble satisfaisant en France mais est généralement inexistant dans les autres pays et notamment au Royaume-Uni (Babeau, 2000 ; Bardos, Chazelas et Isnard, 2002). Pour les pays où la distinction entre actions cotées et non cotées n'est pas disponible, c'est-à-dire en Allemagne, Autriche, Espagne, Italie et Pays-Bas, on s'est appuyé sur la capitalisation boursière des actions domestiques cotées (source : Fédération Internationale des Bourses de Valeurs). Elle est considérée comme une évaluation de l'encours total des actions cotées domestiques et elle est répartie entre les différentes catégories d'investisseurs au prorata de leur part dans la détention totale d'actions selon les comptes financiers nationaux (cf. tableau B).

3. Ce choix est en fait contraint par l'indisponibilité du tableau désigné par les comptes nationaux sous le vocable de « qui à qui », les TOF indiquant « qui détient quel placement » (actif) et « qui a émis quelle dette » (passif) mais ne permettent pas de savoir « qui détient quel actif émis par qui ». On exploite cependant toute l'information contenue dans les parties « actif » et « passif » des TOF pour obtenir une approximation de ce « qui à qui » (cf. encadré 2 pour plus de précisions).

Tableau B
Caractéristiques des données de l'échantillon

	Période d'analyse	Données disponibles en	Types d'intermédiaires financiers		
			Intermédiaires financiers monétaires	Intermédiaires financiers non monétaires	Assurances et fonds de pension
Allemagne	1995-1999	Encours/flux	x	X	x
Autriche	1995-1999	Encours	1 seul intermédiaire : les sociétés financières		
Espagne	1995-1999	Encours/flux	x	x (IF non IFM indifférenciées)	
Finlande	1996-1999 1997-1999	Encours Flux	x	X	x
France	1995-1999	Encours/flux	x	X	x
Italie	1995-1999	Encours/flux	x	X	x
Pays-Bas	1995-1999	Encours/flux	x	X	x
Royaume-Uni	1995-1999	Encours/flux	x	X	x
Suède	1998-1999 1996-1999	Encours Flux	x	X	x

des types de titres d'une part et le choix des intermédiaires d'autre part. Le premier point permet de se faire une idée sur la manière dont les ménages européens gèrent leur portefeuille de titres détenus directement, notamment en termes de prise de risque et d'ouverture internationale. Le second ne peut être évoqué indépendamment des systèmes de retraite adoptés par les différents pays et des risques que font peser les évolutions démographiques sur ces systèmes. Le choix de l'intermédiaire financier dépend en effet de l'intensité de l'une des motivations majeures de l'accumulation patrimoniale : la constitution d'une retraite complémentaire.

Des placements intermédiés plutôt que des placements directs

Le choix en faveur de l'épargne intermédiée est majoritaire dans tous les pays étudiés (cf. tableau 1). Notamment, à plus de 80 %, les ménages allemands, autrichiens, français, néerlandais et britanniques confient leur patrimoine financier à un établissement financier. En moyenne (pondérée), l'intermédiation est plus forte en Europe qu'aux États-Unis. L'épargne intermédiée est cependant moins prépondérante dans les pays du sud de l'Europe (Italie et Espagne) et dans ceux du nord (Finlande et Suède). Dans les trois derniers pays cités, la contrepartie de cette relative faiblesse de l'intermédiation est la part importante du patrimoine financier directement investie sur les marchés d'actions. L'Italie se désolidarise de ce bloc puisque la contrepartie se trouve du côté du financement de la dette publique, traduisant l'héritage des pratiques des différents gouvernements italiens en

matière d'endettement avant les efforts drastiques réalisés pour être partie prenante de l'UEM.

On observe par ailleurs en Italie une ouverture internationale des portefeuilles des ménages non négligeable. Il s'agit là d'un phénomène relativement récent qui tient pour une part à la recherche de produits obligataires étrangers dans un contexte national de raréfaction de l'offre de titres de dette publique et de chute des taux de marché et, d'autre part, à la modestie du marché italien des actions. Cette ouverture internationale est partagée par les pays germanophones. Pour l'Allemagne, on peut supputer le rôle joué par le Luxembourg et la Suisse pour expliquer ce type de placements.

D'une manière générale, en dehors de l'exception italienne, lorsque les ménages européens composent leur portefeuille de titres (directement détenus), ils s'orientent majoritairement vers les actions et les titres étrangers, au détriment des titres de dette domestique. De la sorte, leur comportement tend à se rapprocher de celui des ménages américains (2), même si les proportions sont loin d'être identiques. On constate une moindre détention d'actions domestiques (sauf dans les pays nordiques) et *a priori* une plus grande internationalisation du portefeuille. La prudence doit cependant s'imposer dans cette comparaison avec les États-Unis car une partie des créances sur le Reste du monde sont

2. Le point de vue retenu ici, qui est macroéconomique à l'image de la base de données utilisée, élude la prise en compte d'éventuelles disparités en termes de concentration ou de distribution de la richesse des ménages, et notamment de leur détention d'actions.

Tableau 1
Affectation initiale de l'épargne des ménages en stock en 1999*

	Financement de la dette publique	Financement de la dette privée	Actions cotées des sociétés non financières	Créances sur le Reste du monde	Épargne intermédiée	Total
Allemagne	3,2	0,6	5,3	10,8	80,2	100
Autriche	2,7	0,4	0,7	9,5	86,7	100
Espagne	1,3	4,0	16,1	4,9	73,6	100
Finlande	1,9	0,5	32,0	0,7	62,5	100
France	3,6	3,4	4,4	5,2	83,5	100
Italie	15,2	3,2	8,0	10,6	62,9	100
Pays-Bas	0,9	2,7	6,9	6,1	83,5	100
Royaume-Uni	3,8	2,3	7,7	2,6	83,6	100
Suède	2,2	0,4	22,0	7,0	68,3	100
Moyenne des 9 États-Unis	4,9	2,2	7,5	6,7	77,2	100
	5,5	3,0	21,3	3,3	66,9	100

* Le contenu des cinq affectations figurant dans ce tableau, comme de celles figurant dans les suivants, est décrit dans les encadrés. Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

en fait des créances intra-européennes. Une juste comparaison entre les États-Unis et le bloc européen imposerait d'isoler ces créances intra-européennes et de les réaffecter sur les quatre postes domestiques de destination de l'épargne.

Une plus forte acceptation du risque

On ne tentera pas ici d'associer un risque quantifié à la détention de chaque catégorie de titres. Néanmoins, si l'on considère notamment qu'une partie des titres publics souscrits par les épargnants sont des grands emprunts d'État, émis à taux fixe et conservés dans une optique de revenu davantage qu'avec l'ambition de réaliser des plus-values, on peut grossièrement considérer que les actifs privilégiés, les actions et les titres étrangers, présentent un caractère plus risqué que les titres de dette domestique. Si l'on accepte cette hypothèse, alors cela semble indiquer que, lorsqu'ils composent eux-mêmes leur portefeuille, les ménages européens acceptent une dose importante de risque (de variation des cours boursiers et de change).

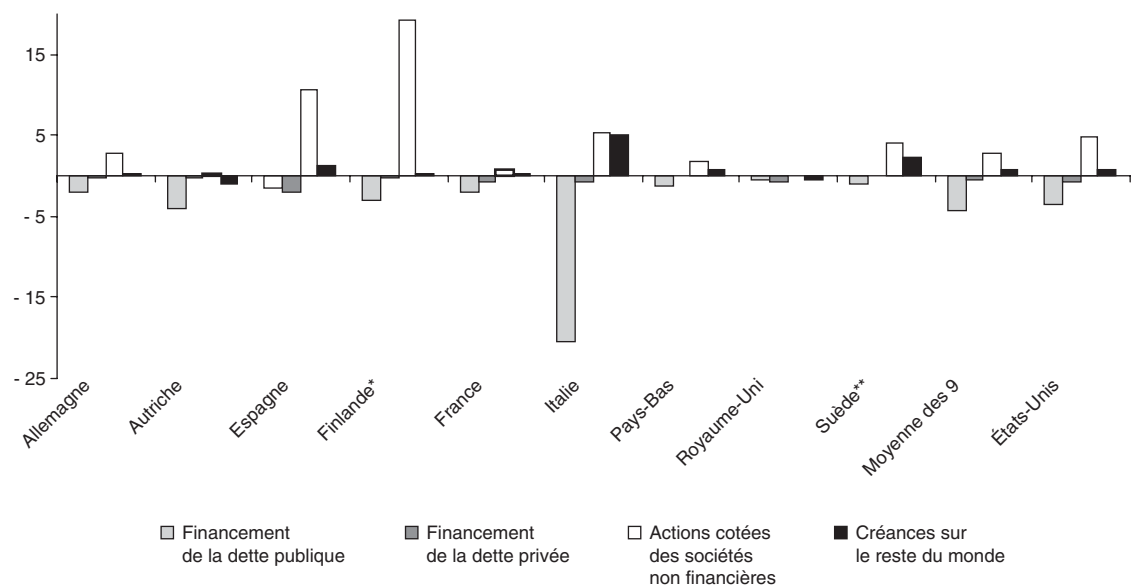
L'accroissement de la part des actions dans le portefeuille est un phénomène qui s'est intensifié depuis 1995 (cf. graphique I). Il a pour contrepartie une baisse généralisée des titres de dette publique. Cet effet de report a plusieurs explications. D'abord, il convient de mention-

ner la formidable progression des cours boursiers sur les différents marchés européens entre 1997 et 1999 (cf. graphique II), qui a induit une importante valorisation des stocks. Ensuite, il faut rappeler les efforts fournis par les pays de la zone euro en vue de respecter les critères de Maastricht. D'une part, comme précisé pour l'Italie, ces efforts ont engendré une raréfaction progressive de l'offre de titres. D'autre part, ils ont contribué au rapprochement et à la baisse généralisée des taux au cours de la décennie 1990 (cf. graphique III).

Les banques demeurent les principaux intermédiaires financiers

Si les ménages européens ont en commun de confier l'essentiel de leur patrimoine financier à un intermédiaire, de profondes disparités apparaissent quant au choix de cet intermédiaire (cf. tableau 2). L'importance prise par les intermédiaires financiers monétaires (IFM) varie presque du simple au triple. Celles prises par les assureurs et les fonds de pension comme par les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) varient dans un rapport de 1 à 7. L'intermédiation en Europe se présente donc comme une réalité aux formes hétéroclites. Les IFM, au premier rang desquels il faut placer les banques, sont majoritaires dans six des neuf pays recensés, cette primauté étant menacée par

Graphique I
Variation de l'affectation initiale du patrimoine financier des ménages entre 1995 et 1999 (stocks, en points de pourcentage)



* 1996-1999

** 1998-1999

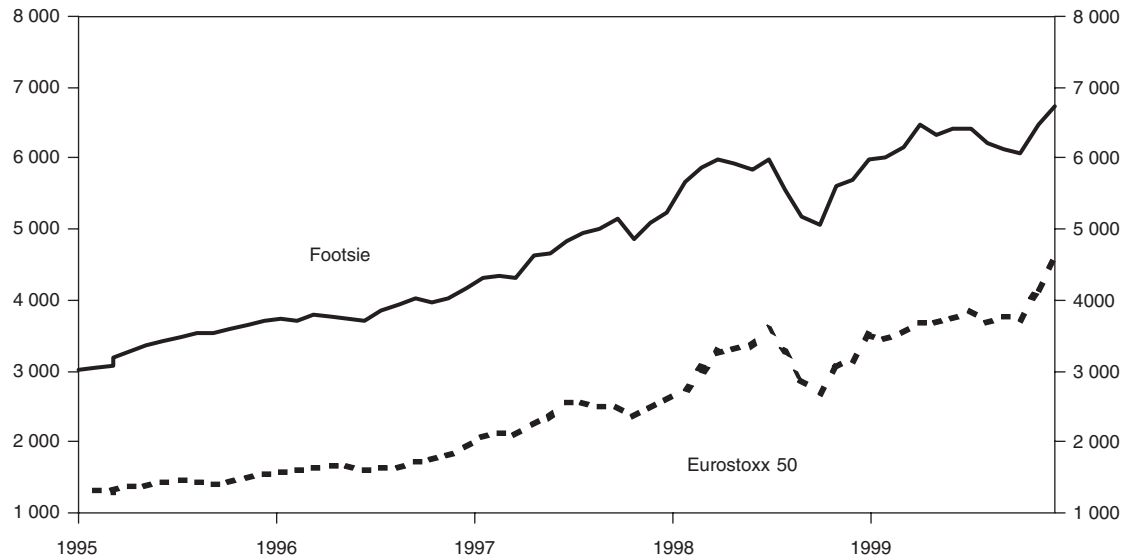
Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

les compagnies d'assurance en France. Aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et, dans une bien moindre mesure, en Suède, ce sont les sociétés d'assurance et les fonds de pension qui captent l'essentiel du patrimoine financier des ménages.

Il convient à ce stade de préciser qu'à travers la part des IFM dans la collecte du patrimoine financier n'est pas restituée l'exacte captation

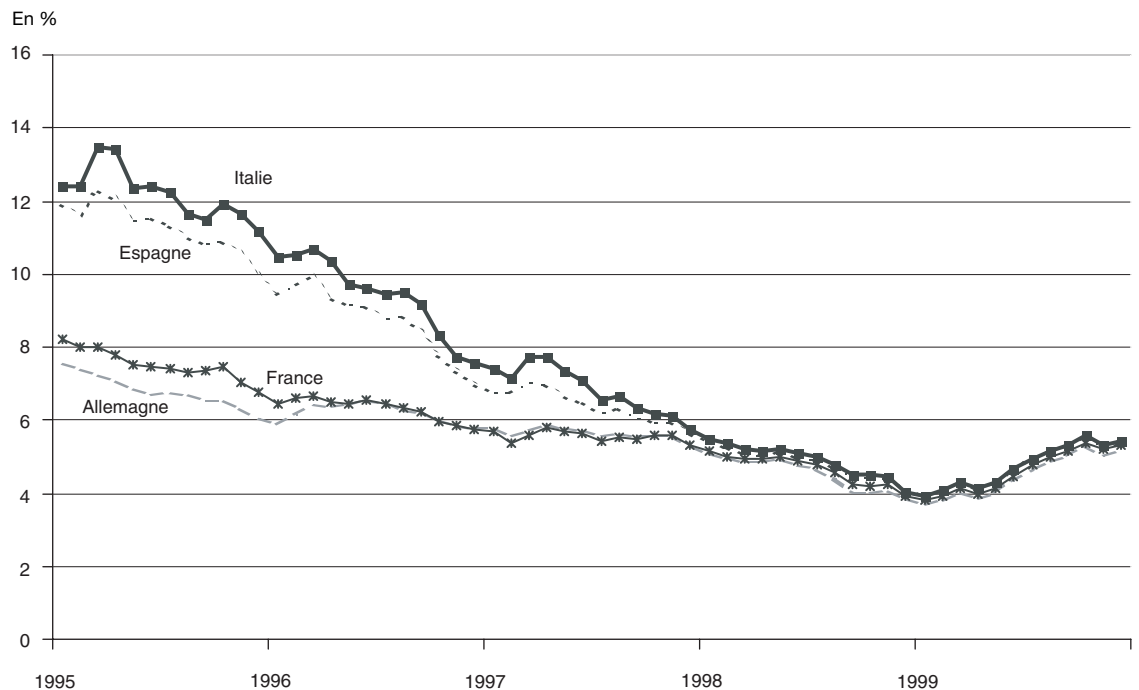
par les banques de la clientèle. Les parts d'OPCVM et les contrats d'assurance-vie (depuis le développement de la *bancassurance*) sont, pour une large part, commercialisés par les établissements bancaires. Les banques demeurent, et de loin, les interlocuteurs privilégiés des épargnants dans la plupart des pays européens (Boutillier, Pansard et Quéron, 2002). Cependant, pour l'assurance-vie, c'est au sein de deux

Graphique II
Indices boursiers européens (1995-1999)



Source : Datastream.

Graphique III
Taux à 10 ans dans la zone euro (1995-1999)



Source : Datastream.

des plus gros marchés européens que l'on trouve les plus faibles taux de distribution via les réseaux bancaires : 8 % au Royaume-Uni et 19 % aux Pays-Bas contre par exemple 60 % en France et plus de 70 % en Espagne (Boubel et Séjourné, 2002). Le poids de l'intermédiation non bancaire dans les deux pays témoigne donc davantage qu'ailleurs du fait que les ménages confient réellement une part significative de leur patrimoine financier à un établissement indépendant du système bancaire.

Un choix dicté par les systèmes de retraite

Derrière ces statistiques, on voit très clairement poindre les choix en matière de système de retraite, et l'importance différenciée des régimes de base et des régimes complémentaires et surcomplémentaires (Dantec et Pelgrin, 1998). Ainsi, la prépondérance des assureurs et des fonds de pension aux Pays-Bas et au Royaume-Uni trouve-t-elle une explication dans la modicité des taux de remplacement des salaires (3) assurés par les régimes de base (aux alentours de 40 %). À l'opposé, on trouve dans les pays du sud de l'Europe une conception tout autre de ce que doit être ce régime de base. L'Espagne et l'Italie, pays dans lesquels les taux de remplacement sont supérieurs à 80 %, sont par exemple longtemps restés réfractaires à une conception individuelle de la protection sociale, ce qui explique la part minimale des créances sur les fonds de pension et les compagnies d'assurance. La France pourrait se rapprocher de ce dernier cas de figure avec son taux de remplacement de l'ordre de 80 % (pour un ouvrier), mais l'on sait que l'assurance-vie bénéficie depuis longtemps

d'une forte dynamique, dont les raisons ne s'arrêtent pas à la seule problématique des retraites (Boutillier, Pansard et Séjourné, 2001).

Vers une désintermédiation bancaire ?

La forte activité des intermédiaires financiers non monétaires italiens est un phénomène récent (cf. tableau 2). De 1995 à 1999, leur part dans le patrimoine financier s'est élevée de près de 17 points (cf. graphique IV), ce qui en fait une évolution remarquable : les OPCVM de long terme italiens ont su attirer les capitaux placés auparavant directement en emprunts d'État ou captés par les IFM.

Sur un plan dynamique, le recul des banques italiennes est sur cette période un phénomène commun à tous les pays d'Europe étudiés et aux États-Unis. Mais en moyenne, ce recul est compensé par le développement de l'activité des autres intermédiaires, ce qui fait qu'il n'y a pas eu en Europe de désintermédiation généralisée au cours de ces cinq années, contrairement à ce qui apparaît, modestement, aux États-Unis. Au cas par cas cependant, le recul des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages est bien présent dans cinq des neuf pays étudiés, et notamment en Finlande, pays dans lequel les ménages ont nettement affiché une préférence pour la détention directe d'actions au cours des dernières années.

Pourquoi les ménages européens ont-ils choisi de délaisser progressivement les produits ban-

3. Ratio de la pension sur le dernier salaire perçu avant la retraite.

Tableau 2
Part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages en stock en 1999

En %

	Créances sur les intermédiaires financiers monétaires (IFM)	Créances sur les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM)	Créances sur les sociétés d'assurances et fonds de pension	Total (épargne intermédiée en % de l'épargne totale)
Allemagne	42,3	9,4	28,5	80,2
Autriche	52,0 (1)	17,8 (1)	23,0 (1)	86,7
Espagne	45,5	15,0 (1)	13,0 (1)	73,6
Finlande	38,5	6,2	17,9	62,5
France	37,7	11,0	34,8	83,5
Italie	32,7	21,1	9,1	62,9
Pays-Bas	20,0	3,0	60,4	83,5
Royaume-Uni	18,9	7,3	57,6	83,6
Suède	22,9	17,1	28,3	68,3
Moyenne des 9	31,7	10,8	36,2	78,6
États-Unis	20,4	13,9	32,6	66,9

1. Estimations fondées sur les montants de parts d'OPCVM et de réserves techniques détenus par les ménages.

Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

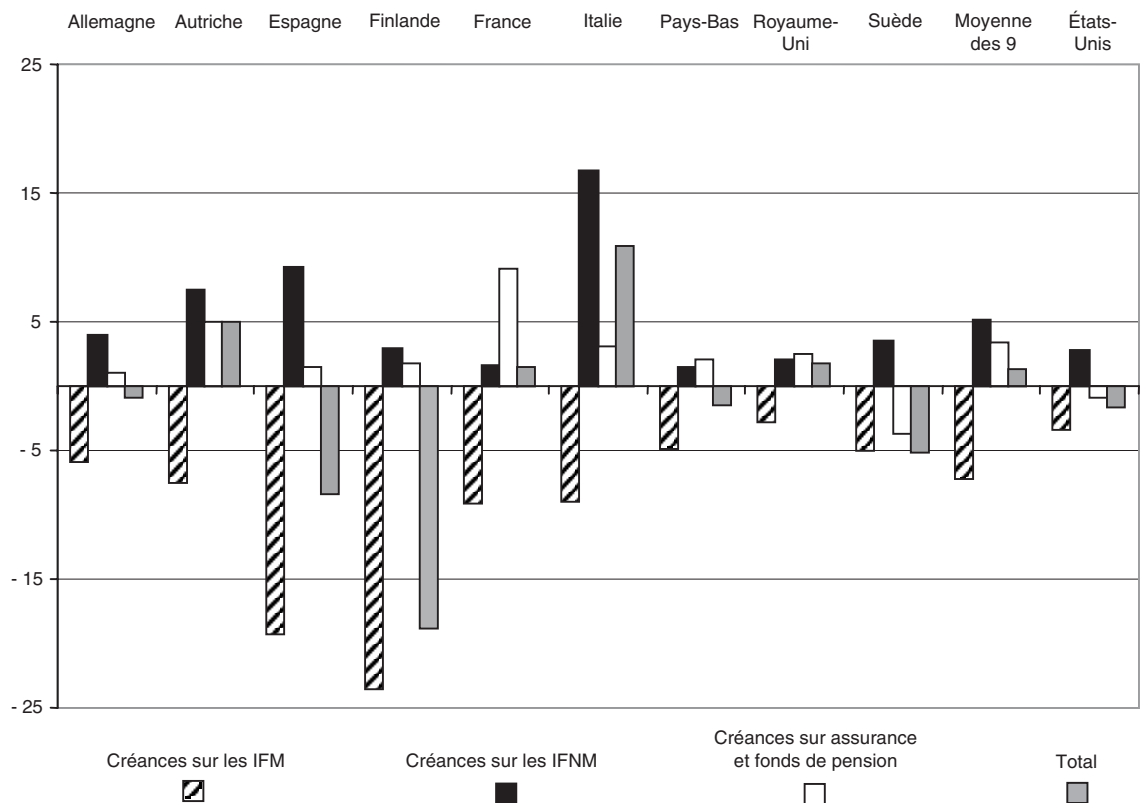
caires au profit des OPCVM de long terme, de produits d'assurance-vie ou de fonds de pension ? La réponse ne peut être définitive dans la mesure où il est par exemple difficile d'isoler les motivations sous-jacentes aux placements en produits bancaires, caractérisés par leur diversité, notamment en termes d'échéances. Il en va de même pour les OPCVM et l'on trouverait au total probablement des réponses multiples à ces choix. Par contre, l'ambiguïté semble moins grande pour les placements sur les fonds de pension et en contrats d'assurance-vie (qui peuvent s'avérer de bons substituts aux fonds de pension lorsque ceux-ci n'existent pas ou sont peu développés). Le développement des créances sur les assureurs et les fonds de pension traduit avant tout la montée en puissance du motif de prévoyance chez les épargnants.

Un fort développement de l'épargne de prévoyance

Le développement de cette épargne de prévoyance accumulée dans l'optique de se constituer une retraite complémentaire est général et donc pour une part indépendant des systèmes de

retraite et de l'importance prise par le régime de base. Le vieillissement des populations est en effet commun aux différents pays européens. Phénomènes de classes d'âge (la montée en puissance des cohortes des gros épargnants potentiels préoccupés par leur proche retraite) et prises de conscience des risques pesant sur les équilibres à venir des régimes généraux se renforcent pour expliquer les choix en faveur des produits individuels d'épargne retraite. Toutefois, du point de vue de la structure de l'intermédiation financière, il est intéressant de noter que cette tendance commune a pris des modalités très diverses. Dans certains pays du nord de l'Europe (Royaume-Uni, Pays-Bas, Suède) dotés de fonds de pension, parfois depuis assez longtemps, l'innovation financière a été relativement faible puisque la demande émanant des ménages a trouvé satisfaction dans ces structures d'accueil de l'épargne de prévoyance. Au sud de l'Europe (France, Espagne, Italie) où les fonds de pension, lorsqu'ils existent, sont très récents, les intermédiaires financiers, avec l'appui des pouvoirs publics, ont plus fait preuve d'imagination pour canaliser cette demande d'épargne longue à travers les OPCVM et l'assurance-vie. Un processus plus

Graphique IV
Variation de la part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages (stocks, 1995-1999, points de %)



Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

régulier d'innovations financières a donc vu le jour dans les pays concernés par la faiblesse ou l'inexistence des fonds de pension.

La destination finale du patrimoine financier des ménages

Afin de déterminer la destination finale du patrimoine financier des ménages européens, on cherche à rendre transparent le rôle des intermédiaires financiers (cf. encadré 2). Cette

mise en transparence des intermédiaires financiers s'effectue en deux étapes de manière à évaluer l'importance respective de l'*intermédiation de marché* réalisée par les intermédiaires non bancaires et de l'*intermédiation bancaire* effectuée par les IFM. À l'issue de ce processus de réallocation, on obtient la structure de l'affectation finale de la richesse financière des ménages.

L'intermédiation de marché est la plus forte au Royaume-Uni

Le rôle des intermédiaires non bancaires dans l'orientation de la structure des placements

Encadré 2

L'AFFECTATION DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES ET SA RÉAFFECTATION PAR LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS : UN PROCESSUS MATRICIEL

La détermination de l'affectation de l'épargne des ménages à ses emplois finals

La mise en transparence du rôle des intermédiaires financiers afin de mettre à jour la destination finale de l'épargne des ménages implique des opérations matricielles extrêmement simples, qui sont bien connues depuis les travaux de Leontieff sur les matrices input-output. En fait, ces manipulations algébriques, et notamment la multiplication par une matrice, reflètent le processus même de l'intermédiation financière, la répétition de la multiplication traduisant la réintermédiation, c'est-à-dire la complexité que revêt de manière croissante l'intermédiation financière dans une économie développée. Au passage, cette présentation permet également de concrétiser le contenu des affectations de l'épargne et d'en préciser le traitement. Parmi les hypothèses à souligner, il faut noter qu'aucune ressource n'a d'emploi privilégié ; en particulier, il n'y a pas d'étanchéité entre l'activité en monnaie nationale et celle en devises, ni entre la clientèle résidente et la clientèle non résidente.

On définit au préalable deux vecteurs :

f le vecteur des montants directement investis par les ménages en actifs finals,

b le vecteur des montants investis par les ménages auprès des intermédiaires financiers,

et on construit une matrice $P = \begin{pmatrix} I_p & A \\ 0 & B \end{pmatrix}$ élaborée avec

les sous-matrices ci-après :

I_p représente la matrice identité de dimension p , p étant le nombre d'actifs finals,

A représente la matrice des proportions des bilans des intermédiaires investies en actifs finals,

B représente la matrice des proportions des bilans des intermédiaires investies auprès des intermédiaires.

La multiplication par cette matrice P d'un vecteur e constitué de l'empilement des vecteurs f et b conduit

à une première réaffectation de l'épargne des ménages (Pe) effectuée par les intermédiaires financiers. Celle-ci porte de toute évidence sur des emplois finals mais, à ce stade, il subsiste des emplois auprès des intermédiaires puisque ces derniers effectuent des placements auprès d'eux-mêmes : les OPCVM peuvent détenir des titres émis par des IFM (notamment des certificats de dépôt) ou encore des parts émises par d'autres OPCVM (exemple des « fonds de fonds »), les contrats d'assurance-vie en unités de compte peuvent impliquer le placement des fonds ainsi collectés par les sociétés d'assurance en parts d'OPCVM spécifiquement créés pour l'occasion (« dédiés ») ou non. Dans ces conditions, qui illustrent concrètement le recyclage de l'épargne au sein même de l'industrie de l'intermédiation financière, il faut à nouveau multiplier le produit de la première réaffectation (Pe) par P , mais Pe^2 a les mêmes limitations que Pe et il faut encore multiplier par P en vue de l'élimination des emplois intermédiés. On comprend ainsi qu'il faut multiplier une infinité de fois par la matrice P pour éliminer complètement les emplois intermédiés et avoir ainsi une affectation complète à des emplois finals (Pe^∞). L'objectif est donc de calculer Pe^∞ qui traduit la prise en compte *intégrale* de l'intermédiation, puisque tout arrêt en chemin ne conduirait qu'à une réaffectation partielle sur les emplois finals.

La représentation vectorielle du portefeuille des ménages

Précisons tout d'abord le contenu des vecteurs (1). On identifie le vecteur f (avec $\dim(f) = p = 4$) incluant :

→

1. Pour la brièveté de l'exposé, le degré de finesse des calculs effectivement réalisés n'est pas fidèlement retracé ici. De fait, à l'inverse de ce qui est écrit par la suite, on distingue bien plus que 4 actifs finals (17 pour la France, 15 pour l'Italie par exemple) car, quand c'est possible, on tient compte du terme (court terme et long terme) et de la nature du contrat (titre de créance négociable ou non, ou encore titre de marché ou crédit). Ceci vaut également pour les emplois sur le Reste du monde.

Encadré 2 (suite)

- Le financement de la dette publique domestique : dépôts auprès de l'administration centrale, crédits bancaires aux administrations publiques (APU), titres à court terme (bons du Trésor) et à long terme (obligations) émis par les APU, créances diverses et décalages comptables sur les APU.

- Le financement de la dette privée domestique : crédits bancaires aux agents privés non financiers résidents, titres à court terme (billets de trésorerie) et à long terme (obligations) émis par les entreprises non financières résidentes, créances diverses et décalages comptables sur les agents privés non financiers et résidents.

- Les actions cotées émises par les sociétés non financières résidentes (excluant de ce fait celles émises par les sociétés financières résidentes ainsi que les parts de fonds mutuels).

- Les créances sur le Reste du monde (2) (dépôts, obligations, actions, parts de fonds mutuels, etc.).

b (avec $\dim(b) = 3$) peut être identifié comme suit :

1) *Actif des ménages investi auprès des intermédiaires financiers monétaires (IFM) :*

- Monnaie.
- Dépôts en monnaie nationale et en monnaie étrangère.
- Titres à court terme émis sur le marché monétaire par les IFM
- et également, les actions cotées, les titres à long terme,... émis par les IFM et imputés aux ménages (3) (grâce à la structure moyenne des émetteurs lisible au passif des agents dans les TOF).

2) *Actif des ménages investi auprès des intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) :*

- Parts de fonds mutuels
- et également, les actions cotées, les titres à long terme,... émis par ces intermédiaires financiers et imputés aux ménages (grâce à la structure moyenne des émetteurs lisible au passif des agents dans les TOF).

3) *Actif des ménages investi auprès des sociétés d'assurances et fonds de pension :*

- Actifs financiers investis dans l'assurance-vie et les fonds de pension.
- Versements de primes d'assurance-dommages
- et également, les actions cotées, les titres à long terme,... émis par les sociétés d'assurance et imputés aux ménages (grâce à la structure moyenne des émetteurs lisible au passif des agents dans les TOF).

La représentation matricielle de l'intermédiation financière

f et b étant identifiés, il est alors possible de spécifier les sous-matrices de P :

A , composée de 4 lignes qui répertorient les proportions des actifs finals dans le total du bilan des intermédiaires, c'est-à-dire des actifs qui correspondent

aux lignes du vecteur f , et de 3 colonnes indiquant les différents types d'intermédiaires financiers (IFM, IFNM et sociétés d'assurances et fonds de pension).

B , composée de 3 lignes et de 3 colonnes, ce qui traduit les interconnexions existant entre les intermédiaires financiers monétaires (IFM), les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) et les assurances et fonds de pension.

Lorsqu'on empile les matrices A et B , on obtient une nouvelle matrice ayant 7 lignes et 3 colonnes. Les 7 lignes reprennent les 4 lignes de A auxquelles sont ajoutées les 3 lignes de B .

Chacune des 3 colonnes traduit en fait la structure complète du bilan des intermédiaires financiers sur 7 types d'actifs (à ceci près qu'on a évincé du portefeuille les actions non cotées). Ainsi, chaque colonne indique respectivement les pourcentages des divers actifs dans le bilan des IFM, des IFNM et des assurances et fonds de pension.

Ces différents éléments permettent de construire la matrice P :

$$P = \begin{pmatrix} I_4 & A \\ 0 & B \end{pmatrix} \text{ composée de 7 lignes et de 7 colonnes.}$$

Contrairement à ce qu'une lecture trop rapide de ce qui précède laisserait supposer, l'information exploitée pour calculer ces vecteurs et ces matrices ne provient pas seulement de la partie des TOF décrivant l'actif (ou la détention) des secteurs institutionnels concernés (ménages et intermédiaires financiers) mais aussi de la partie des TOF décrivant le passif (ou l'engagement) de tous les secteurs (donc y compris les entreprises non financières, les administrations publiques et le Reste du monde). À titre d'exemple, pour savoir si une action détenue par les ménages est une créance sur le secteur résident non financier ou bien sur un intermédiaire financier résident ou encore sur un agent (financier ou non) non résident, il est indispensable de compléter les informations tirées du côté « créances » du TOF par des clés de répartition tirées du côté « dettes » du TOF. Ceci est dû à l'indisponibilité de tableaux de « qui à qui » qui restitueraient les relations financières dans leur totalité, à savoir conjointement les deux contreparties avec le support (permettant par exemple de lire

→

2. Pour les créances sur le Reste du monde, on ne fait pas la même discrimination entre placements intermédiés et placements directs. On sait seulement que les ménages prennent un « risque-pays » ou un risque de change. Pourtant, rien n'interdit en principe qu'une partie de l'épargne placée à l'étranger soit réinvestie dans le pays d'origine ; on peut même dire que c'est probablement le cas si on considère que la position de change des IFM est certainement nulle à long terme.

3. Une telle affectation est à l'évidence contestable. On pourrait en effet juger qu'une détention d'actions émises par une banque est une affectation finale assimilable à une détention d'actions émises par une société non financière. La logique ici porte cependant à penser que cette détention d'actions a pour finalité (ou contrepartie dans le bilan de la banque) la mise en place de crédits, et ceci au même titre par exemple que les dépôts. Un parti similaire a été adopté pour les actions émises par les autres IF.

financiers des ménages apparaît très significativement en Suède, aux Pays-Bas mais surtout au Royaume-Uni à travers leur contribution à la détention indirecte d'actions cotées émises par les sociétés non financières (cf. graphique V-C). Une telle orientation des capitaux vers les marchés d'actions est comparable à la situation observée aux États-Unis. Cette contribution atteint 24 % du patrimoine financier des ménages britanniques, ce qui s'explique par la prépondérance des actions nationales dans le portefeuille financier des investisseurs, et plus de 10 % en Suède et aux Pays-Bas.

C'est dans ces mêmes pays que l'ouverture internationale des portefeuilles financiers est essentiellement imputable aux intermédiaires financiers non bancaires (cf. graphique V-D). Ce degré d'ouverture est d'autant plus atypique au Royaume-Uni que la détention de titres étrangers s'y effectue de manière quasi exclusi-

vement indirecte. Pour ces trois pays fortement marqués par la présence des investisseurs institutionnels et notamment des fonds de pension (sauf en Suède où les engagements des fonds de pension représentent à peine la moitié des réserves d'assurance), le rôle de l'intermédiation de marché dans la détention indirecte de titres de la dette privée est bien plus faible et équivalent à ce que l'on observe dans les autres pays de l'échantillon (cf. graphique V-B). Toutefois, la détention indirecte de ces titres semble être une caractéristique néerlandaise de l'intermédiation non bancaire (13 % des actifs financiers).

L'Italie se situe, quant à elle, dans une position intermédiaire. La montée des IFNM dans la gestion de l'épargne des ménages a, plus récemment qu'au Royaume-Uni, aux Pays-Bas ou en Suède, contribué à la détention de titres étrangers. Le succès des fonds communs italiens, qui investissent plus de la moitié de leur portefeuille

Encadré 2 (fin)

directement qu'un certain montant d'actions émises par les IF, et non par des SNF, est détenu par les ménages, alors que la méthode utilisée ici amène à calculer une clé de répartition entre émetteurs indépendante de la nature du détenteur). Cette approche recourt donc à des approximations mais utilise pour élaborer celles-ci toute l'information disponible dans les TOF.

L'obtention du vecteur des emplois finals des ménages

Enfin, pour tenir compte des réaffectations effectuées par les intermédiaires financiers, on peut calculer P^∞ :

$$P^2 = \begin{pmatrix} I_4 & A + AB \\ 0 & B^2 \end{pmatrix}$$

$$P^3 = \begin{pmatrix} I_4 & A + AB + AB^2 \\ 0 & B^3 \end{pmatrix}$$

$$P^n = \begin{pmatrix} I_4 & A + AB + \dots + AB^{n-1} \\ 0 & B^n \end{pmatrix}$$

$$P^\infty = \begin{pmatrix} I_4 & A (I_3 - B)^{-1} \\ 0 & 0 \end{pmatrix}$$

Sachant que les éléments des matrices A et B sont compris entre 0 et 1 et que la puissance d'une matrice à éléments compris entre 0 et 1 tend vers la matrice nulle quand la puissance tend vers l'infini, alors :

$$A + AB + AB^2 + AB^3 + \dots + AB^n = A(I_3 - B)^{-1}$$

lorsque n tend vers l'infini.

Il est ainsi possible de calculer Pe^∞ . On en déduit alors le vecteur des montants investis en définitive

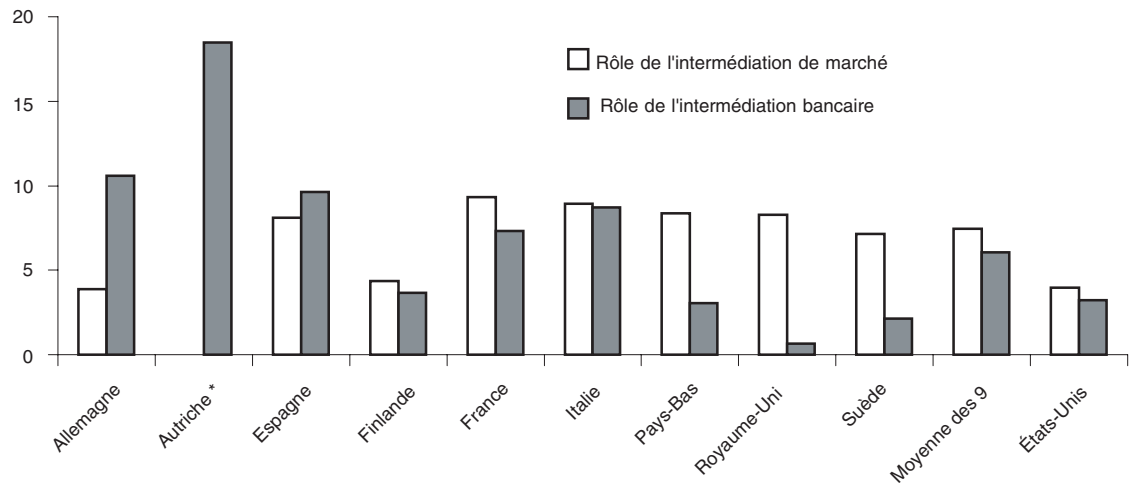
(c'est-à-dire directement ou indirectement par le biais des intermédiaires financiers) dans les p actifs finals par les ménages. Il s'agit du vecteur de dimension $p (= 4)$:

$$f + A (I_3 - B)^{-1} b$$

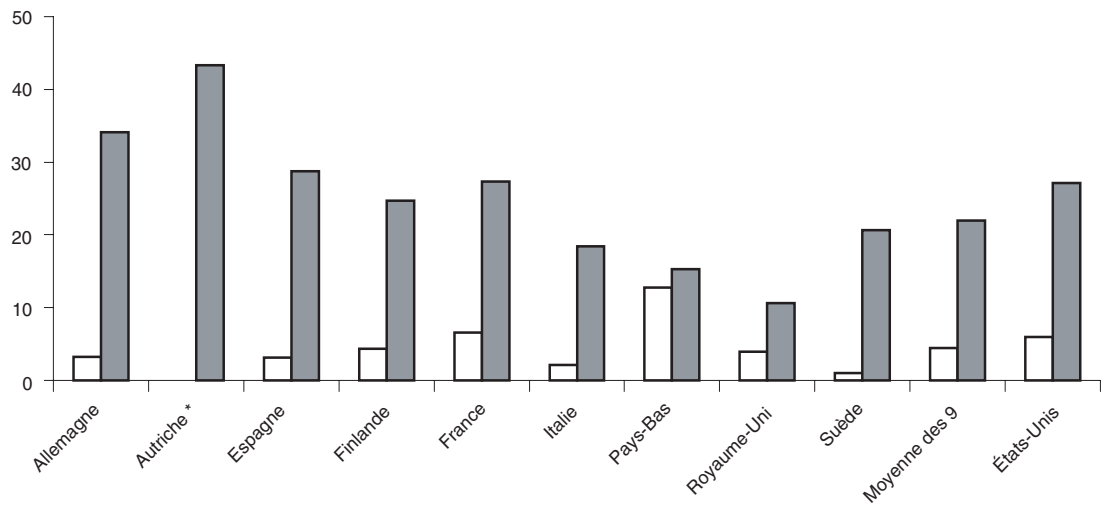
Le résultat de ce calcul peut être rapproché de la structure des engagements des agents résidents non financiers, et notamment des entreprises non financières ainsi que des administrations publiques. Un tel rapprochement découlerait d'un schéma simple, à la Gurley et Shaw (1960), selon lequel les agents à capacité de financement (les ménages) sont en définitive la contrepartie des agents à besoin de financement (entreprises et administrations), que cette relation de financement s'établisse au travers des marchés financiers ou des intermédiaires financiers. Ce schéma théorique ne peut être retenu ici pour deux raisons. D'une part, il n'est éventuellement valable qu'en examinant des positions nettes car, du point de vue des positions brutes, entreprises et administrations ont aussi des avoirs, même si elles ont globalement une position emprunteuse, et les ménages ont aussi un endettement, même si ils ont globalement une position créditrice. D'autre part, le schéma relève d'une économie fermée et les économies ouvertes considérées en réalité connaissent de nombreuses « fuites » puisque les non-résidents captent une partie des financements accordés par les résidents au même titre qu'ils sont à l'origine d'une partie des placements réalisés auprès des résidents. Au total, le résultat obtenu ici correspond bien à l'affectation finale du patrimoine financier des seuls ménages résidents et il n'entretient qu'un vague rapport avec la structure des financements des agents résidents non financiers. *A fortiori*, l'affectation finale calculée et analysée dans cette étude ne doit surtout pas être assimilée à cette structure des financements.

Graphique V
Affectation par les intermédiaires financiers du patrimoine des ménages
 (en 1999, en % du patrimoine financier)

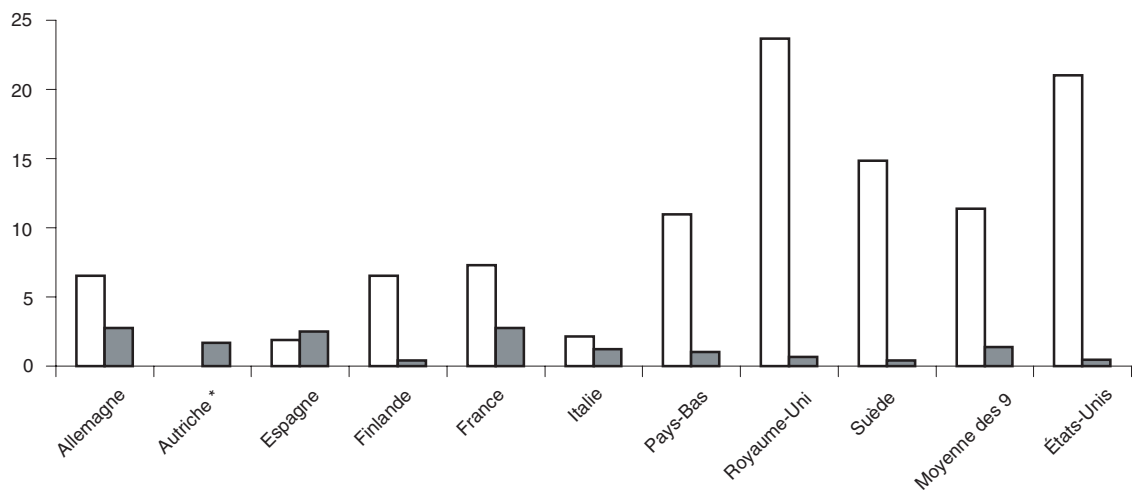
A - Au financement de la dette publique



B - Au financement de la dette privée



C - À la détention d'actions cotées des sociétés non financières



sur les marchés internationaux, a été largement accentué par la baisse des rendements des titres publics nationaux et par l'insuffisante liquidité des marchés de titres domestiques. En revanche, l'intermédiation de marché ne modifie quasiment pas le choix d'affectation initiale de l'épargne des ménages vers le financement du secteur privé tant sous forme de dette que d'actions.

Pour les autres pays de l'échantillon, l'intermédiation non bancaire est moins prépondérante dans les circuits de financement. Pourtant, il faut souligner le rôle non négligeable des investisseurs institutionnels français dans le financement de la dette publique nationale (cf. graphique V-A). Bien que de dimension plus modeste qu'en Italie, le marché obligataire français, et notamment son compartiment titres publics, se distingue surtout par sa profondeur et sa technicité, justifiant ainsi qu'en France la détention de titres publics s'effectue essentiellement de manière indirecte, à travers l'assurance-vie. Malgré ces différences, l'importance de l'intermédiation de marché dans le financement public est comparable dans les deux pays (9 %) et finalement très proche des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de l'Espagne et de la Suède. Le rôle des intermédiaires non bancaires apparaît aussi au niveau de la détention indirecte d'actions cotées des sociétés non financières (7 %) en France, Allemagne et Finlande, et en matière d'ouverture internationale des portefeuilles (entre 7 et 8 %) dans ces trois pays ainsi

qu'en Espagne. Concernant ces deux affectations de la richesse financière des ménages, le poids de l'intermédiation de marché demeure néanmoins sans commune mesure avec celui constaté au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Suède.

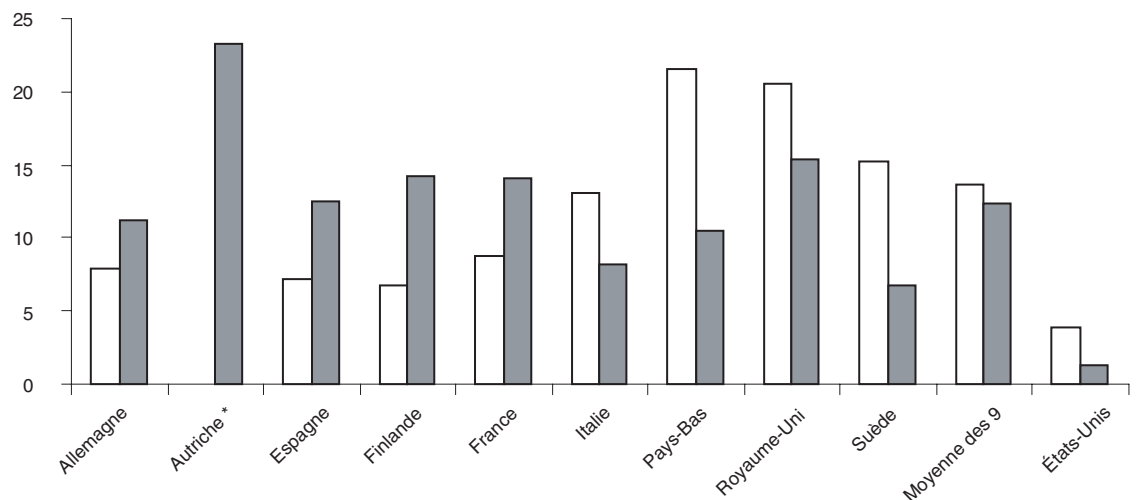
L'intermédiation bancaire favorise l'ouverture internationale des portefeuilles

La réorientation de l'affectation de l'épargne des ménages exercée par les IFM est mise en évidence à travers le poids accordé au financement de la dette privée et l'ouverture internationale des portefeuilles financiers. Si le premier aspect s'avère comparable avec ce que l'on observe aux États-Unis, le second est beaucoup plus singulier puisque *in fine* les portefeuilles des ménages américains sont peu diversifiés à l'international.

Il est en effet peu surprenant que, pour les pays marqués par la prépondérance de l'intermédiation bancaire, le financement de la dette privée constitue l'activité traditionnellement prise en charge par les IFM, qui possèdent seuls le privilège d'accorder des crédits. C'est pourquoi en Allemagne, en Espagne, en France et en Finlande la contribution des IFM à la détention indirecte de ces actifs représente autour de 30 % du patrimoine financier des ménages (cf. graphique V-B). Elle dépasse même 40 % dans le cas autrichien, où le rôle de l'intermé-

Graphique V (suite)

D - À la détention de créances sur le Reste du monde



* Les données concernant l'affectation du patrimoine financier après intermédiation de marché ne sont pas disponibles.
Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

tion bancaire ne peut cependant pas être distingué de celui de l'intermédiation de marché. Pour les autres pays, la tendance est similaire mais dans des proportions bien inférieures, particulièrement au Royaume-Uni où ces actifs sont les moins représentés.

Les titres étrangers constituent une autre affectation de l'épargne des ménages sensiblement accrue par les choix de financement des IFM. Le rôle de l'intermédiation bancaire dans l'ouverture internationale du portefeuille des ménages représente plus du 10 % du patrimoine de ces derniers dans l'ensemble des pays considérés, à l'exception de l'Italie et de la Suède. Pour les pays où ce phénomène avait largement été initié par les investisseurs institutionnels, cette tendance se conforte, notamment aux Pays-Bas et surtout au Royaume-Uni. Le cas britannique est cependant atypique car il s'agit d'une détention quasi exclusivement indirecte qui résulte à part égale de l'intermédiation de marché et de l'intermédiation bancaire. Ce degré d'ouverture financière est très significatif de la dimension internationale de la place de Londres et de son rôle de plaque tournante des échanges financiers. La configuration originale du système financier britannique est en effet marquée par la forte présence d'institutions financières qui interviennent sur les marchés internationaux de capitaux, la City drainant une part non négligeable de l'épargne mondiale.

La présence des IFM dans les circuits de financement de la dette publique affecte la structure finale de l'épargne des ménages en Allemagne, en Espagne, mais aussi en Italie et en France. En revanche, dans les quatre autres pays de

l'échantillon, la détention indirecte de titres publics est peu favorisée par les IFM.

L'intermédiation bancaire n'a enfin quasiment aucune influence sur la détention d'actions cotées des sociétés non financières. Ceci confirme qu'à l'exception des pays nordiques où elle s'avère très largement directe, la détention d'actions par les ménages est essentiellement liée à l'existence des investisseurs institutionnels, les IFM jouant un rôle marginal. La contribution de l'intermédiation bancaire à la détention d'actions cotées des entreprises non financières n'atteint à peine 3 % qu'en Allemagne, en France et en Espagne. Généralement un tel rôle capitalistique des banques universelles allemandes est également relevé ; ceci n'est pas le cas selon les chiffres présentés ici mais il est possible que l'exclusion des actions non cotées dans la méthodologie retenue obère l'émergence d'une telle réalité.

Des disparités entre pays dans la structure finale du patrimoine des ménages

L'analyse de la destination finale du patrimoine financier des ménages permet de distinguer, par ordre d'importance, deux grandes catégories d'affectations (cf. tableau 3). En moyenne, ce sont l'acquisition d'actifs étrangers et le financement de la dette privée qui prédominent. Elles représentent chacune environ 30 % de la richesse financière des ménages européens et ont connu la plus forte progression par rapport à l'affectation initiale. La seconde catégorie d'affectations finales correspond au placement en actions cotées des sociétés non financières et au financement de la dette publique qui attei-

Tableau 3
Affectation finale de l'épargne des ménages en stock en 1999

En %

	Financement de la dette publique	Financement de la dette privée	Actions cotées des sociétés non financières	Créances sur le Reste du monde	Total
Allemagne	17,6	38,0	14,6	29,8	100
Autriche	21,2	43,7	2,3	32,8	100
Espagne	19,0	35,9	20,6	24,6	100
Finlande	9,9	29,6	38,9	21,7	100
France	20,2	37,3	14,4	28,1	100
Italie	32,8	23,8	11,4	32,0	100
Pays-Bas	12,3	30,8	18,9	38,1	100
Royaume-Uni	12,7	16,8	32,0	38,5	100
Suède	11,5	22,1	37,3	29,1	100
Moyenne des 9	18,4	28,6	20,3	32,7	100
États-Unis	12,7	36,0	42,8	8,5	100

Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

gnent chacun environ 20 % du patrimoine des ménages.

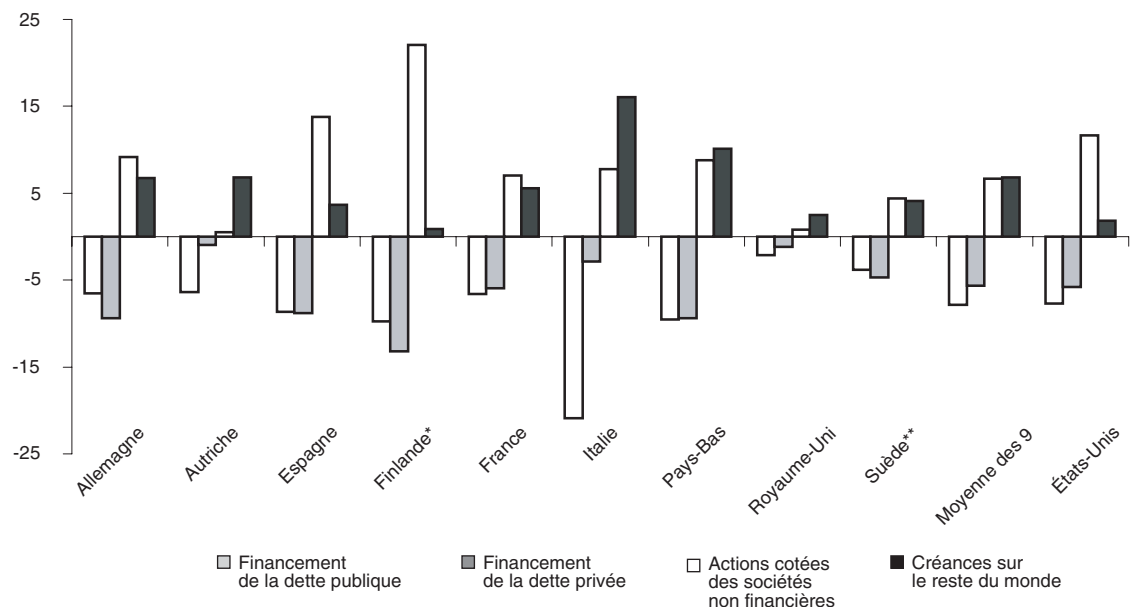
Les situations nationales font cependant apparaître un certain nombre de disparités. Ainsi, dans les pays scandinaves, les actions cotées constituent de loin la première destination finale et représentent près de 40 % du total des actifs. Le Royaume-Uni se rapproche de cette situation, bien que les actions cotées n'arrivent qu'en deuxième position après les créances sur l'extérieur. Cela reflète, dans les cas suédois et britannique, le rôle essentiel de l'intermédiation de marché, tandis qu'en Finlande la détention d'actions est essentiellement directe, les intermédiaires financiers ne jouant qu'un rôle limité en la matière. À l'inverse, aux Pays-Bas, pays pourtant caractérisé par la prépondérance de l'intermédiation de marché, la détention finale d'actions cotées représente moins de 20 % du patrimoine des ménages, loin derrière le financement de la dette privée (plus de 30 %). De telles différences au stade de l'affectation finale, dans des pays présentant d'importantes similitudes quant au poids des circuits d'intermédiation, s'expliquent par la structure de portefeuille des investisseurs institutionnels. Les titres à revenu variable constituent, en effet, 77 % des actifs détenus par les fonds de pension autonomes britanniques : ce pourcentage correspondant à

des actions (essentiellement cotées) pour près de 90 %, tandis qu'ils ne représentent que moins de 50 % du portefeuille de leurs homologues néerlandais qui recherchent plutôt un partage équitable entre titres à revenu variable et titres à revenu fixe. De même, bien qu'inférieure à 50 %, la part des titres à revenu variable dans les placements des compagnies d'assurance-vie britanniques est deux fois supérieure à celle observée aux Pays-Bas (Boubel et Séjourné, 2002). Ce dernier point est révélateur du développement déjà ancien des contrats en unités de compte dans ces deux pays.

C'est logiquement dans les pays où l'intermédiation bancaire prédomine, que le financement de la dette privée constitue la première affectation finale de la richesse financière des ménages et que la détention totale d'actions cotées est la moins importante. Cette dernière apparaît d'ailleurs très faible en Autriche. Ces deux caractéristiques de la structure finale du patrimoine des ménages se retrouvent aux Pays-Bas, en raison du profil des placements des investisseurs institutionnels dans ce pays.

Mais le cas le plus atypique est à nouveau celui de l'Italie où la détention de titres de la dette publique représente la principale affectation finale (33 %) juste devant les créances sur

Graphique VI
Variation de l'affectation finale du patrimoine financier des ménages entre 1995 et 1999 (stocks, en points de pourcentage)



* 1996-1999
** 1998-1999

Source : comptes financiers nationaux et calculs des auteurs.

l'extérieur. Les pays nordiques, les Pays-Bas et le Royaume-Uni se distinguent en revanche par la faiblesse du financement de la dette publique, qui apparaît dernier au classement.

Le développement de l'intermédiation de marché renforce l'exposition au risque

Dès lors que l'on adopte une optique de statique comparative, on peut formuler l'hypothèse d'une certaine convergence de la structure finale du patrimoine des ménages à la fois en Europe et par rapport aux États-Unis. Le recul généralisé du financement des dettes publique et privée s'accompagne en effet d'un accroissement lui aussi généralisé de la détention d'actions cotées des sociétés non financières et de l'ouverture internationale (cf. graphique VI). En moyenne, la variation absolue de chaque affectation est de l'ordre de 6 %, alors qu'aux États-Unis le développement de la détention d'actions surpasse les autres évolutions.

Si les tendances observées sont les mêmes pour l'ensemble de l'échantillon, l'ampleur des évolutions diffère sensiblement selon les pays. Le recul du financement de la dette publique est surtout significatif en Italie (baisse de 21 points) et celui de la dette privée en Finlande. C'est également en Finlande mais aussi en Espagne que l'augmentation de la détention totale d'actions cotées a été la plus importante sur la période 1995-1999, tandis que la plus grande ouverture internationale des portefeuilles a principalement concerné les ménages italiens et néerlandais. Dans les autres pays, tout particulièrement au Royaume-Uni et en Suède, la structure finale du patrimoine financier des ménages a, en revanche, relativement peu varié et a donc atteint une certaine maturité. Autrement dit, l'ouverture internationale et l'importance de la détention finale d'actions sont des évolutions intervenues antérieurement à 1995.

Ces évolutions induisent une modification de l'exposition au risque de la richesse financière des ménages en Europe. Les deux destinations finales en augmentation sur la période, à savoir les actions cotées et les actifs étrangers, peuvent en effet être considérées comme plus risquées que les deux affectations qui régressent, ceci pour plusieurs raisons. D'une part, les titres de la dette publique présentent un faible risque dans les pays étudiés. D'autre part, les IFM ayant été rendus transparents, le financement de la dette privée correspond ici en grande partie à des crédits bancaires qui ne font en réalité

encourir quasiment aucun risque à leur détenteur final puisque, dans le cadre de l'intermédiation bancaire, c'est l'intermédiaire qui supporte le risque de défaillance de l'emprunteur. À l'inverse, l'intermédiation de marché conduit souvent les détenteurs finals à supporter les risques des actifs composant le portefeuille de l'intermédiaire. En conséquence, le développement de l'intermédiation de marché, auquel sont largement imputables l'ouverture internationale et la part accrue des actions dans la structure finale du patrimoine des ménages, induit nécessairement un accroissement de l'exposition au risque des portefeuilles, qui était déjà sensible au stade de la détention directe de titres. Pour finir il convient de rappeler un fait déjà souligné, à savoir le vieillissement de la population. En effet, celui-ci pourrait justifier le renforcement et l'allongement de la durée du patrimoine financier et, indépendamment ou non du fait précédent, une meilleure optimisation du couple rendement-risque. C'est probablement la raison fondamentale pour laquelle les ménages européens ont accru leur prise de risque, ce qui se reflète dans la déformation observée de la structure de l'intermédiation financière.

*
* *

Cet ensemble de statistiques, qu'elles soient envisagées sous un angle structurel ou dans une optique plus dynamique, témoigne d'une orientation nouvelle de l'activité des intermédiaires financiers. Si l'on envisage cette activité à travers la grille de lecture proposée par Gurley et Shaw (1960), pour qui l'activité d'intermédiation consiste à transformer des échéances, des montants, des taux et des risques, il faut admettre que lorsque les établissements financiers sont mandatés par les ménages pour placer leurs capitaux sur les marchés d'actions, plusieurs de ces caractéristiques semblent s'effacer, le risque étant par exemple reporté sur l'épargnant. Les résultats présentés ici donnent par contre du relief aux travaux d'Allen et Santomero (1997, 2001) et à leur interprétation en termes de coûts de participation. Cette analyse part du constat qu'en raison de la sophistication croissante des marchés, les investisseurs doivent consacrer un temps de plus en plus important à l'acquisition et à l'utilisation d'une expertise. Par leurs compétences, éventuellement renforcées par des spécialisations pertinentes, les intermédiaires financiers bénéficient d'un avantage majeur vis-à-vis des épargnants individuels, avantage pro-

bablement déterminant dans le cadre d'une ouverture internationale des portefeuilles. L'importance prise par les placements en actions domestiques ou en titres étrangers à tra-

vers la gestion intermédiée semble indiquer que les ménages européens, comme les épargnants américains, sont sensibles à ces avantages. □

Les auteurs remercient l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE). Ce travail s'inscrit en effet dans la continuité du contrat signé entre l'OEE et les laboratoires du MODEM et du GEAPE, visant à déterminer la destination finale de l'épargne des ménages européens. Même si nous demeurons responsables des erreurs qui pourraient subsister, nous avons grandement bénéficié des remarques des participants des journées AFSE tenues à Orléans en mai 2001, de deux rapporteurs anonymes ainsi que de Marc-Antoine Kleinpeter. Contact : Bruno Séjourné – Faculté de Droit, d'Économie et de Gestion – Université d'Angers – 13 allée F. Mitterrand – BP 3633 – 49036 Angers cedex 01 – bruno.sejourne@univ-angers.fr

BIBLIOGRAPHIE

Allen F.A. et Santomero A.M. (1997), « The Theory of Financial Intermediation », *Journal of Banking and Finance*, n° 21.

Allen F.A. et Santomero A.M. (2001), « What do Financial intermediaries do? », *Journal of Banking and Finance*, n° 25.

Babeau A. (2000), « Valuation Methods of Non-Listed Equities in Europe », *Lettre de l'OEE*, n° 2.

Bardos M., Chazelas M. et Isnard R. (2002), « L'évaluation du patrimoine national en actions non cotées : les efforts d'harmonisation européenne et l'état de la réflexion en France », *Revue d'économie financière*, n° 64.

Boubel A. et Séjourné B. (2002), « Les marchés européens de l'assurance-vie », *Revue d'économie financière*, n° 64.

Boutillier M., Pansard F. et Quéron A. (2002), « La place des banques dans la gestion de l'épargne financière des ménages : y aurait-il un modèle européen ? », *Lettre économique de la Caisse des dépôts et consignations*, n° 137, février.

Boutillier M., Pansard F. et Séjourné B. (2001), « Le développement de l'assurance-vie en France : analyse et implications pour le système financier et le gouvernement d'entreprise », *Revue d'économie financière*, n° 63.

Dantec A. et Pelgrin F. (1998), « Retraites de l'Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 67, octobre.

Gurley J.G. et Shaw E.S (1960), *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington D.C.