



# ÉDITORIAL

ANDRÉ BABEAU \*

DIDIER DAVYDOFF \*\*

**A**u moment où l'euro devient palpable, nul doute que le marché financier européen prenne un tour plus concret dans l'esprit des investisseurs et, singulièrement, des épargnants des douze pays qui constituent la zone euro. Certes, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, l'euro est déjà une réalité pour les entreprises et les institutions financières. Mais la date du 1<sup>er</sup> janvier 2002 est fort importante parce qu'elle marque, non seulement un changement dans les moyens de paiement utilisés, mais aussi, du point de vue des clients, le passage général à l'euro pour tous les produits d'actif et de passif.

Présenter un bilan des connaissances que nous avons des différents marchés de l'épargne et de l'investissement en Europe est donc une initiative qui vient à son heure. Appuyée par le Comité de rédaction de la *Revue d'Économie Financière*, cette initiative est le fait de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE). Créé en septembre 1999, fort du soutien d'une douzaine de grands organismes financiers, présidé par Jacques de Larosière, l'OEE contribue de façon importante à l'amélioration des connaissances en matière de comportements financiers des différents agents en Europe<sup>1</sup>. À cette fin, l'OEE publie régulièrement une lettre d'information, organise des séminaires, gère un site Internet donnant accès à de nombreuses informations et, surtout, soutient financièrement des travaux de recherche sur des thèmes jugés pertinents par son conseil d'orientation. Ces travaux sont, le plus souvent, menés par des équipes de recherche qui appartiennent à des Universités européennes. Dans le domaine qui est le sien, l'OEE répond à des demandes de réflexion et d'approfondissement émanant de la Commission des Communautés européennes, de la Banque centrale européenne ou d'Eurostat. On ne sera donc pas surpris de ce que, dans les différentes contributions présentées dans cette livraison de la *Revue d'Économie*

\* Président du Conseil d'orientation de l'Observatoire de l'Épargne Européenne.

\*\* Directeur de l'Observatoire de l'Épargne Européenne.



*Financière*, plusieurs viennent des équipes de recherche dont les travaux ont été encouragés par l'OEE. D'autres auteurs appartiennent aux grands organismes qui, dès l'origine, ont décidé de soutenir l'OEE et auxquels nous tenons à exprimer ici notre gratitude. Enfin, l'équipe en charge de l'animation de l'OEE ne pouvait évidemment pas ne pas participer à cette œuvre collective.

Avons-nous une connaissance précise et exhaustive de tous les domaines dans lesquels se développent les comportements d'épargne, d'endettement, d'investissement et de placements financiers des ménages et des entreprises ? Personne ne s'attend évidemment à une réponse affirmative. Au moment où se met en place un système des comptes couvrant globalement l'ensemble de la zone euro, il était nécessaire de recenser nos connaissances et nos ignorances, ces dernières malheureusement encore importantes (André Babeau). Il est d'ailleurs probable que la réflexion théorique dans ce domaine a été, et demeure, entravée par l'absence de mesure de certains concepts indispensables à la compréhension en profondeur des comportements observés.

Avec les informations dont nous disposons actuellement, que peut-on dire des « grands équilibres économiques de la zone euro » ? Quelle est actuellement sa véritable « capacité de financement » ? Comment celle-ci peut-elle évoluer au cours des prochaines années, compte tenu du vieillissement démographique, mais aussi de l'influence des innovations financières sur la composition des patrimoines ? C'est à ces questions que s'efforce de répondre Fabrice Pansard.

Si des informations font encore défaut, le cadre comptable existe, applicable aux différents secteurs de l'économie nationale ou à ceux de la zone euro dans son ensemble. Le « modèle d'accumulation patrimoniale » englobe toutes les grandeurs (épargne, investissements, variation de passif) auxquelles nous ont habitués les comptes nationaux et aussi celles qui nous sont moins familières parce que d'apparition récente (« réévaluations », « autres changements en volume »). La mesure de ces dernières grandeurs continue d'ailleurs de poser de sérieux problèmes. Mais en une vingtaine de relations simples (André Babeau), il est loisible de prendre conscience de la richesse du cadre d'analyse que nous propose le Système européen des comptes (SEC 1995).

S'agissant des seuls ménages de la zone euro ou de l'Union européenne, on peut se demander si leurs « ressources financières » et les emplois qui en sont faits ont connu des modifications notables au cours des années récentes. Le cadre du « tableau de financement » utilisé par Auguste Mpacko Priso et Laurent Grillet-Aubert est un instrument bien adapté pour observer, du côté des « ressources », l'évolution des poids respectifs de l'épargne et du crédit, et, du côté des « emplois », l'évolution de la place de l'investissement physique et des placements



financiers. Dans ce domaine, trop rarement exploré de façon rigoureuse, les spécificités nationales sont-elles toujours aussi marquées ?

En l'absence d'informations sur les patrimoines non financiers, on peut au moins étudier le montant et la composition des patrimoines financiers des Européens (André Babeau et Auguste Mpacko Priso). Quels sont les pays européens où les patrimoines restent encore fortement marqués par l'intermédiation bancaire ? Quels sont, au contraire, ceux où les supports actions, de façon médiate ou immédiate, correspondent à la majorité des actifs financiers ? Des tendances générales sont-elles apparues à cet égard en Europe au cours des dernières années ?

De façon plus générale, au-delà des produits de placement et des types d'intermédiation choisis par les particuliers, il est intéressant d'identifier le « support final » de leurs actifs financiers : tout « finit », on le sait, soit en titres de taux, soit en titres à revenu variable (Valérie Oheix et Bruno Séjourné). Avant l'entrée dans l'euro, les emprunts publics constituaient souvent, directement ou indirectement, le « support final » des patrimoines financiers. Depuis les efforts de rééquilibrage des budgets publics et les nombreuses opérations de privatisation en Europe, qu'en est-il advenu ?

S'il est difficile d'expliquer les différences de comportements financiers des Européens à partir de variables simples de nature économique, sociologique ou démographique, les spécificités institutionnelles ou réglementaires jouent au contraire un rôle important dans les choix des ménages. Parmi ces spécificités, la réglementation fiscale occupe à coup sûr une place de choix. Il était donc indispensable d'explorer les différences qui peuvent exister en Europe entre les divers dispositifs fiscaux qui s'appliquent aux revenus du patrimoine (Thierry Laurent et Yannick L'Horty). Enquête difficile à mener s'il en fut, puisque les dispositions contenues dans les codes des impôts sont une chose et que leur application - ne nous voilons pas la face - en est souvent une autre (Pierre Bollon).

En amont des réglementations et du fonctionnement des institutions, il existe un environnement culturel à l'acte d'épargne ou d'investissement. On sait, au moins depuis Max Weber, que les « valeurs » ne sont pas sans exercer une influence importante sur les comportements des entrepreneurs. Comment les systèmes de valeurs influencent-ils les comportements des épargnants européens ? Le « portrait psychologique » dressé par Werner De Bondt, Patrick Zurstrassen et Arianna Arzeni est fondé sur les résultats d'une riche enquête dont les résultats remettent en cause nombre d'idées reçues.

Une des préoccupations principales des épargnants européens au cours des dernières années a été la baisse des « taux de remplacement » des régimes de retraite entraînée par le vieillissement des populations. Dans de nombreux pays, cette inquiétude est à l'origine du succès



rencontré par les contrats d'assurance-vie. Aurélie Boubel et Bruno Séjourné analysent les divers facteurs expliquant le développement de l'assurance-vie en Europe, là même où elle était encore presque inexistante il y a deux ou trois lustres. Dans le prolongement de cette contribution, Jérôme Cornu s'interroge sur le degré de maturité de l'assurance-vie dans les différents marchés européens et sur leurs perspectives de développement.

L'autre domaine majeur dans lequel des changements ont été enregistrés depuis quelque dix années dans les comportements de placements des particuliers est évidemment celui de la détention directe ou indirecte d'actions (au travers de l'épargne salariale, des fonds d'investissement, voire des contrats d'assurance-vie). Il était donc indispensable que Luigi Guiso, Michael Haliassos et Tullio Japelli nous décrivent le profil des actionnaires européens à partir d'enquêtes réalisées séparément dans cinq pays, mais dont l'exploitation a été coordonnée.

Au cours des années 1990-2000, la détention directe d'actions a souvent été remplacée par une détention au travers de fonds d'investissement parmi lesquels les fonds dont les supports étaient constitués en majorité par des actions (*equity funds*) ont été amenés à prendre progressivement une place considérable. L'intérêt de la contribution d'Alain Leclair et de Carlos Pardo est de présenter un bilan complet du développement des différents types de fonds en Europe au cours de cette décennie, « une décennie aux évolutions contrastées ».

Parmi les divers types de fonds, l'augmentation de la corrélation des indices entre places boursières et, au contraire, la décorrélation des indices de secteurs ont été à l'origine de l'essor récent de fonds d'investissement à spécialisation sectorielle. Didier Davydoff, à partir d'une étude commanditée par l'OEE, fait le point sur le développement de ces fonds. Quels ont été les secteurs qu'ils ont privilégiés ? Comment se situent les fonds immobiliers dans l'ensemble des fonds sectoriels ?

Ce n'est évidemment pas parce que les actions non cotées sont insuffisamment couvertes par les comptes financiers de beaucoup de pays européens qu'il faut les négliger. Au contraire, comme l'on sait, l'intérêt pour le *private equity* grandit chaque jour : c'est souvent en effet un facteur important de diversification des risques. Pour mieux connaître le poids relatif des entreprises non cotées, partons de leurs fonds propres qui seront rapprochés de ceux des sociétés cotées. C'est ce que font, en utilisant diverses banques de données, Michel Dietsch et Laurent Weill : les résultats obtenus ouvrent de nouveaux horizons à la réflexion dans ce domaine qui a été l'un des premiers abordés par l'Observatoire de l'Épargne Européenne dès le début de l'année 2000.

L'intérêt de la contribution de Mireille Bardos, Marc Chazelas et René Isnard est de reprendre le même problème de l'évaluation des



actions non cotées en Europe et de le resituer, non seulement dans une perspective historique et théorique, mais aussi dans son environnement opérationnel. Les résultats obtenus en simulant l'application des différentes méthodes possibles sont tout à fait éclairants et constituent un apport original à la poursuite de la réflexion dans ce domaine. Le fait que l'un des cinq groupes d'experts mis en place par le Commissariat Général au Plan, au premier semestre 2001, sur le thème du financement et des placements en actions soit consacré à l'évaluation des actions non cotées montre suffisamment l'importance qu'il attache à ce problème et, plus généralement d'ailleurs, l'intérêt qu'il porte aux différentes initiatives prises par l'Observatoire de l'Épargne Européenne.

Cette livraison de la *Revue d'Économie Financière* n'a évidemment aucune prétention à l'exhaustivité. En particulier, le problème d'une meilleure adéquation de l'épargne des Européens à l'investissement productif n'a pas été traité à titre principal. Il est clair que les problèmes posés par le financement de la croissance des entreprises européennes devra faire l'objet d'investigations ultérieures dont certaines sont déjà en cours à l'OEE. L'apport que pourrait constituer, à cet égard, le développement de retraites capitalisées là où elles existent déjà, ou leur création là où rien n'a encore été institué, n'a pas non plus fait l'objet d'une nouvelle discussion : malgré les nombreux et intéressants travaux déjà menés sur ce thème, il sera certainement nécessaire que l'Observatoire de l'Épargne Européenne contribue, d'une façon ou d'une autre, à l'approfondissement de l'analyse en cette matière.

D'un point de vue plus méthodologique, nous avons le sentiment que, dans ce numéro spécial, la place des observations microéconomiques - bien que déjà notable - est encore insuffisante. Peut-être, ici comme ailleurs, faudra-t-il encore attendre un certain temps avant que l'imbriication de la macro et de la microéconomie parvienne à rendre compte de toute l'épaisseur des phénomènes à expliquer.

Nous ne présentons donc qu'un premier état des lieux, utilisant les instruments d'observation disponibles à un certain moment et qui devra progressivement être complété à mesure que ces instruments amélioreront leurs performances.

### NOTE

1. Les membres fondateurs de l'OEE, au 31 décembre 1999, sont, par ordre alphabétique, l'AFG-ASFFI, la Banque de France, la Caisse des Dépôts et Consignations, la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris, le Commissariat Général au Plan, EURONEXT, la FFSA, Reuters/Instinet et STOXX limited. Ultérieurement, ont rejoint les membres fondateurs, la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et Pricewaterhousecoopers.

L'Association a, d'autre part, plusieurs autres adhérents.

