



# LES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EUROPÉENS : DES CHOIX INITIAUX À L'AFFECTION FINALE

VALÉRIE OHEIX \*  
BRUNO SÉJOURNÉ \*\*

Parce qu'elles sont à la fois révélatrices des comportements des épargnants, des pratiques des intermédiaires financiers et des choix des pouvoirs publics en matière de réglementation et d'orientation des capitaux, les comparaisons internationales des choix de portefeuille des ménages sont généralement riches d'enseignements. Malheureusement l'exercice est parfois rendu périlleux par l'hétérogénéité des collectes de données. La récente adoption au niveau européen de normes comptables communes permet incontestablement de franchir un palier dans ce domaine. S'appuyant sur ces nouvelles sources, notre étude vise à repérer l'orientation de la richesse financière des ménages européens par une démarche en deux étapes.

Dans un premier temps, et de manière classique, nous tentons de mettre en évidence l'allocation initiale, au sens de directe, de ces patrimoines financiers. Cinq grands types d'affectations sont alors isolés :

1. le financement de la dette publique (domestique) ;
2. le financement de la dette privée (domestique) ;
3. la détention d'actions cotées émises par les sociétés non financières (domestiques) ;
4. les créances sur le reste du monde ;
5. les créances détenues sur les intermédiaires financiers (domestiques).

\* MODEM - Université Paris X-Nanterre.

\*\* GEAPE - Université d'Angers et CDC IXIS.

Les auteurs remercient l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE). Cet article 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. Le travail original fut mené par Boutillier, Justeau, Labye, Lagoutte, Levy, Mpacko Priso, Oheix et Séjourné (2001). Que soit particulièrement remercié M. Boutillier pour avoir initié le projet et pour ses commentaires et suggestions sur cet article.



Les quatre premières affectations témoignent de l'implication des ménages dans le processus de financement direct des agents non financiers résidents et du reste du monde. L'importance relative de la cinquième affectation dans la structure de l'épargne des ménages reflète le poids différencié de l'intermédiation au sein de chaque pays.

L'originalité de notre démarche est d'aller au-delà de cette première affectation et d'étudier la manière dont les institutions financières réallouent l'épargne collectée en nous appuyant sur la structure des actifs des différentes catégories d'intermédiaires. Captant l'essentiel des patrimoines financiers des ménages européens, ces intermédiaires sont ainsi rendus transparents. Il est alors possible d'identifier les destinations finales du patrimoine financier des ménages vers les emprunteurs ultimes.

L'étude porte sur un échantillon composé des neuf pays de l'Union européenne qui ont réalisé le passage à la base SEC 95 de comptabilité nationale. Cette sélection, imposée par la disponibilité des données, offre cependant une bonne couverture de l'Union européenne. En effet, les neuf pays retenus représentent environ 90 % du PIB ou de la population de l'UE. Parmi eux et au regard de ces deux critères, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas constituent les six premiers pays de l'UE (soit au total plus de 80 % du PIB et de la population). Notre échantillon inclut également trois autres pays de taille plus modeste, la Suède, l'Autriche et la Finlande, qui occupent respectivement les 8<sup>e</sup>, 9<sup>e</sup> et 11<sup>e</sup> rangs de l'UE du point de vue du PIB et les 10<sup>e</sup>, 11<sup>e</sup> et 13<sup>e</sup> du point de vue de la population. Dans les tableaux ultérieurs, figurent également la moyenne des neuf pays européens ainsi retenus (pondérée par l'importance respective des patrimoines des ménages) et, à titre de comparaison, les États-Unis.

Les pays retenus ont fait l'objet d'une analyse portant sur les encours de richesse financière des ménages entre 1995 et 1999, cette richesse étant entendue comme l'ensemble des actifs financiers détenus. Pour des raisons de fiabilité et d'homogénéité, nous avons toutefois exclu les actions non cotées de cette richesse (Babeau, 2001). De plus, pour deux d'entre eux, certaines années n'étaient pas disponibles : 1995 pour la Finlande et 1995-1997 pour la Suède. Généralement, le secteur financier des pays considérés se décompose en trois types d'intermédiaires : les institutions financières monétaires - IFM<sup>1</sup> - (y compris les OPCVM monétaires), les institutions financières non monétaires (IFNM : OPCVM autres que monétaires, auxiliaires financiers...), les sociétés d'assurances et les fonds de pension. Ce schéma connaît deux exceptions : l'Autriche avec un seul type d'intermédiaire et l'Espagne avec deux types d'intermédiaires, les IFNM incluant alors les assurances et les fonds de pension.

*LES CHOIX DE PLACEMENT INITIAUX  
DES MÉNAGES EUROPÉENS*

Nous concentrons dans cette section notre analyse sur les stocks de richesse financière des ménages des neuf pays de l'échantillon. Cette première photographie de l'année 1999, enrichie par une observation de la déformation de ces stocks entre 1995 et 1999, permet de mettre en évidence la répartition initiale de ce patrimoine financier entre détention directe de titres et placements intermédiés. De manière plus détaillée, nous observerons d'une part à quels intermédiaires les ménages choisissent de confier leur patrimoine financier et, d'autre part, l'allocation du portefeuille de titres entre les différentes opportunités.

*Le choix de l'intermédiation financière*

Partout en Europe, le choix de confier son patrimoine financier aux intermédiaires est nettement prépondérant (tableau n°1), quoique dans une moindre mesure en Suède et surtout en Italie et en Finlande pour des raisons examinées plus loin avec l'analyse détaillée des placements directs. L'intermédiation est en tout cas supérieure en moyenne à ce que l'on observe aux États-Unis, du fait de la faiblesse relative des IFM dans ce dernier pays.

3

**Tableau n°1**  
**Part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages en stocks 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 *	11,8 *	23 *	86,7
Espagne	45,5	15 *	13 *	73,6
Finlande	38,5	6,2	17,9	62,5
France	37,7	11,0	34,7	83,5
Italie	32,7	21,1	9,1	62,9
Pays-Bas	20,0	3,0	60,4	83,5
Royaume-Uni	18,8	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

\* estimations fondées sur les montants de parts d'OPCVM et de réserves techniques détenus par les ménages

D'un point de vue dynamique, la comparaison des encours collectés en 1995 et 1999 révèle que la désintermédiation, si souvent discutée<sup>2</sup> et envisagée ici sous l'angle forcément réducteur de la collecte de l'épargne, est loin d'être une évidence généralisée sur cette courte mais récente période (tableau n°2). Ainsi, à partir du total de l'épargne intermédiée, on observe au contraire en moyenne un léger processus de réintermédiation en Europe, opposé donc à la tendance constatée aux États-Unis. Cette réintermédiation globale traduit en réalité un processus apparent dans une minorité de pays : l'Autriche, la France, le Royaume-Uni et surtout l'Italie. Car c'est bien de désintermédiation qu'il faut parler en Allemagne, aux Pays-Bas et, de manière plus conséquente, en Espagne, en Suède et en Finlande, pays dans lequel la faible intermédiation révélée ci-dessus est donc un phénomène récent.

**Tableau n°2**  
**Variation de la part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages**  
 (stocks, 1995-1999, points de %)

	Créances sur les intermédiaires financiers monétaires (IFM)	Créances sur les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM)	Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	Total (épargne intermédiée en % de l'épargne totale)
Allemagne	-5,9	3,9	1,1	-0,9
Autriche	-7,5	7,5	5,0	5,0
Espagne	-19,2	9,3	1,5	-8,4
Finlande*	-23,5	3,0	1,8	-18,8
France	-9,1	1,6	9,1	1,5
Italie	-9,0	16,8	3,1	10,8
Pays-Bas	-4,8	1,4	2,1	-1,4
Royaume-Uni	-2,8	2,1	2,5	1,8
Suède**	-5,0	3,5	-3,6	-5,2
Moyenne des 9	-7,2	5,1	3,4	1,4
États-Unis	-3,4	2,8	-0,9	-1,6

\* 1996-1999 \*\* 1998-1999

Ainsi, les ménages européens demeurent attachés à l'intermédiation de leur patrimoine financier. Il n'y a pas sur ce point de récente et profonde remise en cause. Il reste que le choix de l'intermédiaire semble, lui, évoluer. La situation est ainsi beaucoup plus contrastée en ce qui concerne l'importance relative des différents circuits de collecte de l'épargne : les ménages ne confient pas leur patrimoine financier aux mêmes intermédiaires dans les différents pays européens. L'importance



prise par les IFM varie du simple au double. Celle prise par l'assurance-vie et les fonds de pension comme par les IFNM varient dans un rapport de un à sept. L'Europe de l'épargne apparaît ainsi sous cet angle comme un ensemble au caractère fortement hétérogène !

Quelques regroupements sont cependant envisageables. Sont ainsi mis en évidence les pays marqués par la primauté des fonds de pension (Royaume-Uni et Pays-Bas - tableau n°1), même si cette primauté s'instaura avec un appui significatif des sociétés d'assurances<sup>3</sup>. À l'opposé, on retrouve les pays marqués par le poids des banques dans la collecte de l'épargne (Allemagne, Autriche, Espagne, Finlande, France). L'Italie pourrait faire partie de ceux-ci mais, d'une part on trouve trace de l'importance historique des établissements de crédit non-monétaires et, d'autre part, le développement récent des OPCVM y apparaît foudroyant (doublement de 1997 à 1999). Ce développement récent des IFNM (et surtout des OPCVM « long terme ») concerne aussi d'autres pays parmi lesquels, de manière significative, l'Espagne. En France, où l'industrie de la gestion collective est relativement plus ancienne, l'importance de celle-ci est finalement moyenne ; toutefois elle apparaîtrait plus significative si on incluait les OPCVM monétaires parmi les IFNM (dont la part serait alors de 12,73 %, au détriment des IFM qui chuteraient à 36,34 %).

Entre 1995 et 1999, on observe dans tous les pays le net recul des IFM dans ce processus d'intermédiation, recul particulièrement prononcé en Espagne et en Finlande (tableau n°2). Celui-ci est compensé partiellement ou intégralement par le développement des IFNM (notamment en Autriche, en Espagne et en Italie, pays dans lequel les OPCVM ont su tirer partie d'une offre de titres publics moins abondante pour proposer des alternatives séduisantes) et par celui des fonds de pension et de l'assurance-vie (par exemple en Autriche ou en France dans le dernier cas), à l'exception notable de la Suède.

La désintermédiation n'est donc pas une généralité en Europe, mais ces statistiques viennent confirmer la restructuration de l'intermédiation aux dépens des banques et au profit des autres intermédiaires financiers. L'évolution des marchés, celle des attentes et des motivations sous-jacentes à l'épargne (notamment la constitution d'une épargne complémentaire en vue de la retraite), l'innovation financière (par exemple le développement généralisé des contrats d'assurance-vie en unités de compte), les choix stratégiques des entreprises financières, sont autant de facteurs qui expliquent cette évolution dans les relations entre l'épargnant et les différents circuits d'intermédiation. Une erreur serait cependant d'en tirer des conclusions hâtives en termes d'activité de ces intermédiaires. Comme nous l'avons vu en introduction, les intermédiaires non-bancaires (OPCVM, compagnies d'assurances...) sont souvent sous le contrôle direct ou indirect des établissements bancaires qui



demeurent donc les interlocuteurs privilégiés des épargnants (Boutillier, Pansard et Quéron, 2001).

### *La détention directe de titres*

Lorsqu'ils ne confient pas leur épargne à un intermédiaire financier, les ménages européens composent l'essentiel de leur portefeuille à partir d'actions nationales ou de titres étrangers (tableau n°3). Si nous admettons que les placements obligataires, surtout lorsqu'il s'agit d'emprunts d'État du pays d'origine sans risque de signature (souvent conservés de l'émission au remboursement), présentent moins de risque en capital que les deux catégories privilégiées, il s'agit donc pour les épargnants de prendre certains risques en matière de gestion individuelle. Il reste que ce choix global est inégalement partagé selon les pays et qu'il apparaît notamment une exception remarquable : l'Italie.

La faiblesse de l'intermédiation prise dans son ensemble est due en Italie à l'importance de la détention directe de titres de la dette d'État. Dans le contexte européen, les structures italiennes reflètent encore l'exigence impérieuse du financement du Trésor et le relatif archaïsme des structures financières. La détention d'actions de sociétés industrielles ou commerciales contribue également à expliquer la faiblesse de l'intermédiation. Cependant, le poids non négligeable (supérieur à la moyenne européenne) de la détention de ces actions est essentiellement dû au niveau exceptionnellement élevé de capitalisation boursière atteint en 1998 et 1999. Celui-ci s'explique par la chute des taux d'intérêt réels qui a conduit à l'appréciation des cours. Si bien que plus encore qu'en France ou en Allemagne, le marché italien des actions reste de dimension très modeste, indiquant plutôt une carence structurelle de l'offre de titres représentatifs de la propriété de l'entreprise, compensée en partie par l'attrait des marchés internationaux. En conséquence, les avoirs étrangers (dont une moitié d'actions et un tiers d'obligations) sont également très présents dans la structure de l'épargne des ménages italiens.

Dans les pays nordiques de notre échantillon, on trouve une structure « à l'américaine », avec un poids important des actions, ce qui est loin d'être valable à l'échelle des neuf pays. Il convient cependant de préciser à ce niveau de l'analyse que la comparaison avec les États-Unis peut s'avérer trompeuse dans la mesure où, pour les pays européens de notre échantillon, ne sont évidemment pas comptabilisées avec les actions domestiques celles d'entreprises européennes. Les créances sur le reste du monde révèlent pour une part cette détention intraeuropéenne de titres et notamment d'actions. En Finlande et en Suède, ce sont plus exclusivement les actions des entreprises non-financières qui expliquent la part significative des avoirs détenus directement par les ménages, en

**Tableau n°3**  
**Affectation initiale de l'épargne des ménages en stocks 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	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	8,1	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	4,9	2,2	7,5	6,7	77,2	100
États-Unis	5,5	3,0	21,3	3,3	66,9	100

n'oubliant pas l'importance que revêtent dans ces pays les Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages. L'Espagne se rattache à cette dernière situation tandis qu'Allemagne, France, Pays-Bas et Royaume-Uni se retrouvent dans une détention directe modeste de titres nationaux avec une prépondérance des actions au sein de ces titres. En contrepartie, en Allemagne mais aussi en Autriche et, nous l'avons vu, en Italie, la présence d'avoires étrangers n'est pas négligeable. Notamment pour l'Allemagne, on peut supputer le rôle joué par le Luxembourg et la Suisse pour expliquer ce type de placements. Enfin, ces statistiques témoignent du faible attrait pour les ménages (ou du faible développement) du marché européen des obligations *corporate*, appelé pourtant de leurs vœux par de nombreux acteurs des marchés financiers.

Une comparaison des situations enregistrées en 1995 et en 1999 montre une nette déformation du portefeuille de titres des obligations vers les actions. Partout en Europe le financement de la dette publique, comme celui de la dette privée, est en recul (tableau n°4). Pour expliquer ce phénomène, il faut avant tout rappeler la baisse généralisée des taux d'intérêt sur la période (plus prononcée dans les pays du sud) et le formidable accroissement des cours boursiers. Ainsi, cette déformation structurelle repose pour une bonne part sur des phénomènes de valorisation. Nous ne manquerons pas non plus de rappeler les efforts fournis par les pouvoirs publics pour respecter les critères de Maastricht, efforts aboutissant à une relative raréfaction de l'offre de titres publics. Compte tenu du niveau initial des encours, le moindre attrait des ménages

européens pour la dette privée s'avère marginal. C'est en Espagne, pays dans lequel les placements sous cette forme étaient proportionnellement les plus importants en 1995, que la baisse est la plus prononcée.

**Tableau n°4**  
**Variation de l'affectation initiale de l'épargne des ménages**  
(stocks, 1995-1999, points de %)

	Financement de la dette publique	Financement de la dette privée	Action cotées des sociétés non financières	Créances sur le reste du monde	Épargne intermédiée
Allemagne	-1,9	-0,3	2,8	0,2	-0,9
Autriche	-3,9	-0,3	0,3	-1,0	5,0
Espagne	-1,4	-2,0	10,6	1,2	-8,4
Finlande*	-3,0	-0,1	19,2	0,3	-18,8
France	-2,1	-0,6	0,9	0,4	1,5
Italie	-20,5	-0,7	5,3	5,0	10,8
Pays-Bas	-1,2	-0,1	1,8	0,8	-1,4
Royaume-Uni	-0,5	-0,8	-0,1	-0,5	1,8
Suède**	-1,1	-0,0	4,0	2,3	-5,2
Moyenne des 9	-4,3	-0,6	2,7	0,7	1,4
États-Unis	-3,6	-0,6	4,9	0,9	-1,6

\* 1996-1999 \*\* 1998-1999

8

Revenons un instant sur le cas de la dette publique italienne, parce que cette vision dynamique montre que même si les ménages italiens demeurent de loin les premiers détenteurs européens de titres de dette publique, le réaménagement observé sur cinq ans est pour le moins massif. Il s'agit d'ailleurs d'un élément explicatif évident de la progression de l'intermédiation (*via* les IFNB) dans ce pays.

Au niveau européen, la restructuration du portefeuille de titres au bénéfice des actions nationales est moins sensible qu'aux États-Unis, le Royaume-Uni représentant d'ailleurs une exception puisque la part des actions détenues en direct y est en recul. C'est en Finlande que ce type de restructuration a le plus d'intensité : l'accroissement de la part des actions cotées des Sociétés non financières fait plus que compenser la chute de l'épargne captée par les intermédiaires. Dans des proportions plus modestes, c'est également le cas en Espagne, alors que l'on ne fait que s'approcher de ce cas de figure en Suède sans l'atteindre. Quant à l'ouverture de leur portefeuille vers l'étranger, du moins en première affectation, les ménages européens la pratiquent avec parcimonie, voire pas du tout (Autriche, Royaume-Uni). Entre 1995 et 1999, seuls les Italiens (pour la raison exposée précédemment) et les Suédois (en une année) ont emprunté significativement cette voie.



### *L'AFFECTATION FINALE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES*

Connaître la destination finale des patrimoines des ménages européens revient à rendre transparents les différents intermédiaires financiers. Cela permet notamment de mettre en évidence des expositions aux risques financiers différentes, ces expositions étant, selon les relations avec les intermédiaires financiers, de nature plus ou moins consciente. Comme précédemment, nous évoquons cet aspect sous l'angle statique (1999) puis sous celui de la statique comparative (1995-1999).

#### *Rendre transparents les intermédiaires financiers*

La simple lecture des tableaux d'opérations financières (TOF) permet l'obtention des montants investis par les ménages sur des supports finals mais aussi auprès des intermédiaires financiers. C'est une telle lecture qui a été mobilisée précédemment pour examiner l'affectation initiale de l'épargne des ménages. Vouloir accéder à la destination finale de cette épargne des ménages suppose une nouvelle lecture des TOF pour en extraire cette fois la structure des placements des intermédiaires financiers, placements eux aussi effectués sur des supports finals comme auprès des intermédiaires eux-mêmes. Ainsi l'application de cette structure aux montants investis par les ménages auprès des intermédiaires permet d'obtenir une réallocation sur des supports finals mais aussi des « résidus » auprès des intermédiaires ; toutefois ces résidus peuvent à leur tour subir la même opération de réallocation et, si on reproduit cette opération une infinité de fois, on élimine tout résidu, ou toute trace d'intermédiation, ou encore on réalloue la totalité de l'épargne des ménages sur les seuls supports finals. Cette infinité d'opérations se réduit en pratique à quelques manipulations simples d'algèbre matricielle, à l'image de ce que Leontief a opéré pour résoudre un problème comparable au nôtre : l'analyse « input-output » ou analyse des circuits de la production nationale obtenue en éliminant les consommations intermédiaires. C'est ce que nous avons mis en œuvre pour dériver l'affectation finale de l'épargne des ménages qui va maintenant faire l'objet de notre analyse<sup>4</sup>...

#### *Une estimation de l'exposition réelle des patrimoines au risque*

La comparaison des tableaux n°3 et 5 permet dans une première lecture de mettre en évidence l'activité de recyclage des capitaux opérée par les différents intermédiaires. En moyenne pour les neuf pays européens, et au regard de la faiblesse des placements initiaux, les réaffectations les plus importantes concernent le financement de la dette privée et les acquisitions de titres étrangers (environ +26 points dans les deux cas).



Comparativement, la progression dans les portefeuilles des actions domestiques et des titres de dettes publiques est modeste (+13 points).

À travers le financement de la dette privée est mise en évidence essentiellement l'activité traditionnelle des intermédiaires financiers monétaires, seuls habilités à exercer une activité de prêt. Mais, pour une part, ces statistiques rendent également compte de l'achat par toutes les catégories d'intermédiaires de titres de dette privée, émis sur les différents marchés européens. Cet effort de financement de la dette privée est particulièrement présent dans les pays germanophones alors qu'à l'opposé il est fort modeste au Royaume-Uni. C'est encore au Royaume-Uni, mais aussi dans les pays nordiques, que les intermédiaires orientent le moins les capitaux vers les titres publics. Il faut dire que l'on retrouve en Suède, au Royaume-Uni, mais aussi aux Pays-Bas, la trace d'un autre type d'activité d'intermédiation, menée cette fois essentiellement par les fonds de pension et les compagnies d'assurance, drainant massivement les capitaux vers les marchés d'actions. Avec le développement récent des contrats en unités de compte dans le cadre de l'assurance-vie et grâce au succès des OPCVM actions placés au sein de PEA, la France tend à se rapprocher de ce cas de figure. Enfin, quels que soient les intermédiaires que les ménages aient privilégié pour la gestion de leur épargne, ceux-ci donnent massivement aux portefeuilles une ouverture internationale, qu'elle soit intraeuropéenne ou extra-européenne. La part des titres étrangers progresse ainsi de 19 points en Allemagne et jusqu'à près de 36 points au Royaume-Uni. Au total, la structure de l'affectation finale des patrimoines financiers des ménages européens semble fort différente de celle des ménages américains, mais cette différence tient, répétons-le, sans doute pour une bonne part à la détention de créances sur d'autres pays européens.

Envisageons à présent une seconde grille de lecture : quelle est dès lors l'exposition réelle des patrimoines financiers au risque ? Le financement de la dette nationale est majoritaire en Allemagne, Autriche, Espagne, France, Italie. Ceci traduit une exposition au risque plus faible dans ce groupe de pays. Mais avant d'évoquer une éventuelle frilosité des ménages dans ces pays, il convient de se remémorer que dans bien des cas, les titres d'État sont longtemps apparus comme avantageux en terme de couple rendement-risque. Ces choix des ménages sont pour une large part la conséquence des besoins de financement des différents acteurs et de leur sélection de supports. On peut à titre d'exemple rappeler les actions des pouvoirs publics en France pour placer des emprunts auprès des assureurs, ce qui a abouti au début des années quatre-vingt à l'instauration d'avantages fiscaux pour l'assurance-vie.

Ce choix en faveur du financement des dettes domestiques n'est

cependant pas majoritaire au niveau européen. Or l'activité des intermédiaires non bancaires implique sans doute proportionnellement une plus grande prise de risque (assureurs avec contrats en UC, fonds de pension, OPCVM) avec l'acquisition d'actions domestiques et de titres étrangers. Au total, un tiers des patrimoines financiers des ménages européens est investi à l'extérieur du pays d'origine, ce qui, en dépit de la réserve quant à la signification de ces statistiques « étrangères », démontre une diversification internationale très nettement supérieure à celle observée aux États-Unis. La palme revient dans ce domaine aux ménages anglais et néerlandais. En contrepartie, la part des actions domestiques dans le portefeuille est deux fois moins importante qu'aux États-Unis, ce qui traduit bien la forte préférence nationale des ménages américains.

**Tableau n°5**  
**Affectation finale de l'épargne des ménages en stocks 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	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

Il semble donc que l'on puisse opposer deux blocs de pays en fonction de l'exposition réelle aux risques financiers, le découpage revêtant un caractère économique, géographique et culturel. Les portefeuilles des ménages suédois, finlandais, néerlandais et britanniques sont majoritairement constitués de titres risqués alors que tel n'est pas le cas dans le sud de l'Europe ou dans les pays germanophones. Il reste qu'il ne s'agit pas forcément d'un bon indicateur de l'aversion pour le risque des uns et des autres puisque d'une part ces structures sont forcément influencées par les choix de financement des différents acteurs et que, d'autre part, une estimation du degré d'aversion passe par l'étude fine

des rendements et des risques associés aux différents titres et pas seulement par celle des structures.

Sur un plan dynamique, cette opposition entre les deux blocs de pays disparaît, preuve là encore du poids d'un passé antérieur à 1995. Comme aux États-Unis, le financement des dettes domestiques est presque partout en profond recul. À l'opposé, la part des actions et des titres étrangers s'est élevée au cours de ces cinq années dans les neuf pays étudiés. Si l'on doit encore rappeler les effets d'offre pour expliquer ce transfert, la réorientation des portefeuilles est pour une part dictée par les rendements comparés des différentes catégories de titres et par les efforts de diversification, suscités par les différents intermédiaires. Au total, que ce mouvement soit insufflé par des phénomènes de valorisation (la flambée des cours de 1997 à 1999) ou qu'il résulte de réaménagements se traduisant par des achats d'actions ou de titres étrangers, on décèle dans les portefeuilles des ménages européens une dose de risque bien supérieure en 1999 à ce qu'elle était en 1995. On peut alors imaginer que les corrections boursières de 2000 et 2001 ont probablement eu des conséquences importantes sur les portefeuilles partout en Europe.

12

**Tableau n°6**  
**Variation de l'affectation finale de l'épargne des ménages**  
(stocks, 1995-1999, points de %)

	Financement de la dette publique	Financement de la dette privée	Action cotées des sociétés non financières	Créances sur le reste du monde
Allemagne	-6,5	-9,4	9,2	6,7
Autriche	-6,4	-1,0	0,5	6,9
Espagne	-8,7	-8,8	13,8	3,7
Finlande*	-9,8	-13,2	22,1	0,9
France	-6,6	-6,0	7,0	5,6
Italie	-20,9	-2,9	7,8	16,0
Pays-Bas	-9,5	-9,4	8,8	10,1
Royaume-Uni	-2,1	-1,2	0,8	2,5
Suède**	-3,8	-4,7	4,4	4,1
Moyenne des 9	-7,9	-5,6	6,7	6,8
États-Unis	-7,7	-5,8	11,7	1,8

\* 1996-1999 \*\* 1998-1999

Une rapide synthèse des informations révélées par les différents tableaux nous conduit à insister dans un premier temps sur les relations qu'entretiennent les ménages européens avec les intermédiaires financiers. Sur ce point, il apparaît que les épargnants sont de moins en moins



attirés par les dépôts bancaires *stricto sensu*. Ils conservent néanmoins une relation privilégiée avec les banques parce que celles-ci proposent de larges gammes d'OPCVM ou de contrats d'assurance-vie. Au total, ils confient bien davantage leur épargne aux intermédiaires financiers que les ménages américains. Cette tendance s'est d'ailleurs renforcée à la fin de la décennie quatre-vingt-dix, même si le cas par cas révèle des particularismes nationaux.

Lorsqu'ils sélectionnent eux-mêmes leur portefeuille de titres, les ménages européens ont une préférence pour les actions cotées des sociétés non financières et les titres étrangers (près de 67 % au total). Ce phénomène s'est nettement intensifié au cours de notre période d'étude et il s'explique pour l'essentiel par le recul des besoins de financement des administrations publiques, notamment dans les pays du sud de l'Europe, et par les critères d'espérance de rendement. Ces mêmes explications peuvent être mobilisées pour commenter la structure finale des patrimoines financiers. Ce mouvement de réorientation des portefeuilles de titres vers des actifs comparativement plus risqués est en effet en partie conforté par l'intermédiation, même si la part de ces deux catégories d'actifs est *in fine* plus réduite (53 %) en raison de l'activité traditionnelle d'intermédiation bancaire consistant en l'octroi de crédits. L'évolution des mandats de gestion confiés aux OPCVM, aux assureurs et autres fonds de pension fait que ceux-ci ont considérablement accru leurs efforts d'investissement sur les marchés d'actions domestiques et à l'international entre 1995 et 1999. Par là même, ils ont reporté pour une part le risque financier sur les épargnants tout en leur faisant bénéficier des avantages de la gestion mutualisée.

## NOTES

1. Cette catégorie des IFM est exactement celle retenue par la BCE pour le calcul des statistiques monétaires et financières de la zone euro.
2. Voir sur ce point les travaux de Allen et Santomero (2001), Boyd et Gertler (1994), Schmidt, Hackethal et Tyrell (1999).
3. Cf. l'article de Boubel et Séjourné dans ce même numéro.
4. Cf. pour une présentation méthodologique détaillée, Boutillier et *alii* (2001).

## *BIBLIOGRAPHIE*

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.

BOYD J.H et GERTLER M. (1994) : « Are Banks Dead ? Or are the Reports Greatly Exaggerated ? ». *Federal reserve Bank of Minneapolis Quarterly review*, vol.18, n°3.

BOUTILLIER M., PANSARD F. et QUÉRON A. (2001) : « Quelle est la place effective des banques dans la gestion de l'épargne financière des ménages ? ». *Flash CDC IXIS n° 2001-228*.

BOUTILLIER M., JUSTEAU S., LABYE A., LAGOUTTE CH., LÉVY N., MPACKO PRISO A., OHEIX V. et SÉJOURNÉ B. (2001) : « Patrimoine des ménages et activité des intermédiaires financiers européens ». *Document de travail du MODEM- Paris X*, n°2001/42.

SCHMIDT R., HACKETHAL A. et TYRELL M. (1999) : « Disintermediation and the Role of Banks in Europe : An international comparison ». *Journal of Financial Intermediation*, n°8.