

LA LETTRE DE L'OEE

Épargne et endettement: attitude des ménages face au risque et à l'avenir.

Households' debt and savings: attitude towards risk and future

Après six ans au cours desquels il nous a fait bénéficier de sa longue expérience de l'épargne, le Professeur Babeau a souhaité passer le relais comme Président de notre Comité d'Orientation scientifique. Le Conseil d'Administration, unanime, a choisi pour lui succéder Christian Gollier, Professeur à l'Université de Toulouse, connu comme l'un de meilleurs chercheurs à l'échelle mondiale pour ses travaux d'analyse de l'épargne et du risque. Christian Gollier et le Comité qu'il préside, profondément renouvelé, ont immédiatement lancé le nouveau programme d'étude de l'Observatoire, qui sera consacré cette année au conseil en investissement face aux comportements micro-économiques d'épargne, à l'intermédiation financière, et à l'épargne de très long terme.

Cette Lettre montre que les travaux de l'OEE restent intenses. L'OEE a reçu livraison de l'étude du professeur Borsh-Supan sur l'impact du vieillissement de la population sur les prix d'actifs, celle des Professeurs Arrondel et Masson sur les attitudes des épargnants face aux risques et à l'avenir, et celle dirigée par Claude Taffin sur le financement du logement en Europe. L'OEE est aussi sollicité pour son expertise propre : le Commissariat Général du Plan lui a demandé une analyse de dispositifs publics d'incitation à l'investissement en actions non cotées. La nouvelle étude sur l'endettement des ménages européens, réalisée pour le Comité Consultatif des Services Financiers, a alimenté de manière décisive le débat public sur le crédit aux particuliers. Daniele Fano, membre de notre Comité d'Orientation et Directeur de la recherche de Pioneer a participé, à la demande de la BCE, à une réunion du panel d'experts sur les comptes nationaux.

L'OEE a aussi été choisi par la Commission européenne pour rassembler en partenariat avec le centre de recherche ZEW de Mannheim, les faits et les chiffres relatifs aux tendances de la gestion d'actifs en Europe. L'influence de ces travaux sur l'évolution du droit communautaire sera directe, puisqu'ils alimenteront le Livre Blanc que la Commission européenne publiera avant la fin de l'année sur les Fonds d'Investissement.

Pour mener à bien toutes ces tâches, je forme le vœu que plus d'institutions encore nous rejoignent et participent à ce pôle d'expertise sur l'épargne et à ce forum international qu'est devenu l'OEE.

éditorial

Jacques de Larosière

After six years when we could benefit from his long experience on saving, Professor Babeau wished to pass the relay as President of our Committee of Scientific Orientation. The Board of Directors, unanimously, chose to succeed him Christian Gollier, Professor at the University of Toulouse, known worldwide as one of best expert for his research on saving and risk. Christian Gollier and the Committee that he will chair, deeply renewed, immediately launched the new program of study of the Observatory, which will be devoted this year to the advice in investment in the microeconomic context of behaviours in saving, to financial intermediation, and to the of very long term savings .

This Letter shows that the work of the OEE remains intense. The OEE received the study of professor Borsh-Supan on the impact of ageing of population on the prices of credits, the one of Professors Arrondel and Masson on the investors' behaviour vis-a-vis risks and future, and the one directed by Claude Taffin on the financing of housing in Europe. The OEE is also requested for its own expertise: the French Planning Commission ("Commission du Plan") required one study on public incentives for investments in non-public shares. The new study on the debt of the European households, realized for the Consultative Committee of Financial Services, gave, in a decisive manner, impetus to the open and public debate on credit to individuals. Daniele Fano, member of our Committee of Orientation and Director of the Research for Pioneer has taken part, at the request of the ECB, in a meeting of the panel of experts on national accounts.

The OEE was also chosen by the European Commission to gather, in partnership with the research center ZEW of Mannheim, facts and figures related to the trends of asset management in Europe. The influence of this work on the evolution of the European law will be direct, since they will feed the White Book ("Livre Blanc") that the European Commission will publish before the end of the year on Investment Funds.

To actually meet all these demands, I wish that more institutions will join us and take part in this pole of expertise on saving, and in this international forum that became the OEE.

1 Intervention de Daniele Fano "Advisory Expert Group on National Accounts" ECB 09/02/2006

4 Vieillessement de la population et prix des actifs

Aging and Asset prices

7 Préférences face au risque et à l'avenir: Types d'épargnants

Preferences towards risk and future: a typology of investors

14 Le financement du logement par les ménages en Europe

Financing of housing by households in Europe

16 L'endettement des ménages européens

Households' indebtedness in Europe

19 Les incitations publiques à investir en titres non cotés.

22 News

Daniele Fano – Directeur des études économiques de Pioneer Global Asset Management (Unicredit) et membre du Comité d'Orientation de l'OEE a participé à une réunion du Panel d'Experts sur les Comptes Nationaux à la BCE le 9 février 2006. L'objectif de cette réunion était d'identifier les niveaux de détail supplémentaires dans les comptes nationaux qui seraient les plus utiles pour les utilisateurs. Les principales conclusions de la présentation faite par Daniele Fano à cette occasion sont les suivantes.

L'information disponible au sens le plus large doit permettre de fournir des données pertinentes et cohérentes dans des délais adéquats. On est en droit d'attendre que ces données soient accessibles par un large public et dans des formats harmonisés.

Mais alors sur quelles données faut-il se concentrer et quel type de format choisir? Poser cette question risque d'ouvrir une boîte de Pandore. Les analystes, les conseillers, les économistes et les généralistes avertis vont alors tous exprimer leurs souhaits; les fournisseurs de données ne devront pas seulement leur répondre, mais aussi souvent les former afin de mieux définir avec eux leurs besoins. En outre, les besoins évoluent rapidement au cours du temps. Aussi pour faire face à cette complexité, la tentation est forte de s'en tenir à un cadre défini d'information minimum.

Mon propre point de vue est qu'il n'existe malheureusement pas un niveau de détail ni une étendue chronologique des séries disponibles suffisants pour répondre vraiment aux questions posées. Les fournisseurs de données objecteront qu'ils sont limités dans leur capacité à collecter, contrôler et traiter des données et les utilisateurs répondront qu'ils sont noyés dans une masse trop importante d'informations. En fait, nous avons besoin des bonnes données pour les bonnes questions.

Je vais chercher la solution à ce dilemme. Commençons par la bonne nouvelle qui est que l'utilisation des nouvelles technologies de l'information et de la communication par la plupart des institutions rend le coût de l'information bien moindre. Il y a beaucoup de chiffres détaillés à la base de nos métiers de banque, de gestion d'actifs et d'assurance. Cela peut être d'une grande utilité dans la recherche d'un équilibre entre simplicité et richesse des données: les comptes nationaux resteraient larges et simples mais pourraient et devraient être complétés par des données détaillées supplémentaires fournies par les associations professionnelles selon un cadre bien défini.

Daniele Fano, - Head of Economic Research of Pioneer Global Asset Management (Unicredit) and a member of the Advisory Committee of the OEE, participated in a special meeting in Frankfurt with the Advisory Expert Group on National Accounts of the ECB hold on 9 February 2006. The aim of the meeting was to identify additional details in a revised version of the System of National Accounts (SNA) which could be most welcome by users. We reproduce hereafter the Daniele Fano's presentation.

Relevance, timeliness and consistency in the availability of data are what we must expect from information in its broadest meaning, i.e. accessible to a wide public in a standardized format, must expect.

But then what data and what standards for disclosure? Answering this question risks to be like the opening of a Pandora's box. Analysts, advisors, commentators and the learned generalists will express their demands; suppliers need not only to respond but also often to educate, specify, define. Moreover, requests for types of data change over time and in our dynamic world this can happen very quickly. So the temptation is to discard complexity and stick to a minimum accepted common denominator of information.

My own point of view is that there is unfortunately no escape from a sufficient level of detail and of length of time series if the relevant questions are truly to be answered. Data providers will object pointing at limits in their. ability to collect, control and process data and some users will join in indicating that we currently suffer from an information overload. At the end, however, we need to have the right data for the right questions.

I will try to look at a possible solution to this dilemma. We should start by the good news that the use modern IT technology by most institutions is slashing the cost of information. There are plenty of detailed figures at the basis of our banking, asset management and insurance systems. This can be of help in the quest for an equilibrium between simplicity and richness of data: National Accounts would remain broad and simple but could, and should, be integrated "bottom up" by more detailed information provided by trade associations under well-defined guidelines.

Prenons par exemple le cas des actifs financiers des ménages sur lesquels Pioneer a déjà beaucoup travaillé depuis 5 ans. Dans un projet commun avec l'OCDE et l'OEE nous avons commencé, avec le professeur André Babeau, en 2001, à détailler les comptes nationaux pour gagner de la visibilité sur les éléments clefs comme la distinction entre les fonds de pension à contributions définies et à prestations définies, ou le risque des actifs financiers en distinguant les différents types d'OPCVM. Ce projet a mené à une recommandation de l'OCDE pour obtenir des tableaux détaillés supplémentaires dans les comptes nationaux.

Il est indispensable d'avoir ces données plus détaillées pour comprendre les enjeux de notre économie. Le cycle de vie de l'épargne par exemple en fait partie. Il est bien connu que les évolutions démographiques nécessitent une révision complète non seulement des systèmes traditionnels de retraite mais aussi du rôle de l'épargne des ménages. Avec le départ à la retraite des baby-boomers (tôt ou tard) et avec l'accroissement de l'espérance de vie, les ménages ont besoin d'épargner à plus long terme soit par des systèmes obligatoires soit par des systèmes volontaires. Les réponses aux questions comme celle de la taille de ces régimes, ou des tendances émergentes, deviendront de plus en plus importantes dans les années qui viennent, non seulement pour les chercheurs et les professionnels mais aussi pour un public plus large.

Une autre tendance apparente est la sécurisation grandissante des marchés et, il s'en suit qu'une part croissante des risques est assumée directement par les ménages et non plus par les gouvernements ou les institutions financières, soit par la détention directe soit à travers la gestion déléguée. Le degré d'agrégation des données est trop important pour appréhender la question de la nature des risques pris par les ménages.

Enfin, je voudrais aborder la question des séries chronologiques. Les institutions et les ménages découvrent, dans la transition vers les nouveaux systèmes de retraite, l'importance du long terme. Aussi ils auront besoin de comprendre les tendances globales de long terme. Les analystes auront également besoin de travailler sur des séries suffisamment longues pour interpréter des phénomènes comme la convergence ou la divergence des facteurs structurels, ou l'impact des cycles sur les instruments financiers et le risque des portefeuilles. Il est donc important de reconstituer des séries longues même s'il risque d'y avoir des discontinuités à mettre en évidence

Let me take the case of household financial assets, which as Pioneer Economic Research we happen to have dealt with extensively in the past few years. In a joint project with OECD and OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne) we started, with Professor André Babeau, in 2001 with a break-down of the National Accounts in order to gain visibility on key elements such as the distinction between defined benefit and defined contribution pension vehicles, or their risk, as in the case of different categories of mutual funds. As a result of this project OECD has recommended an additional and more detailed table in the National Accounts.

Having these more detailed figures is key if one wants to address some issues of our times. Life-cycle saving is, for example, one of them. It is well known that the demographics are requiring a complete revision not only of traditional retirement schemes but also of the role of household saving. With the baby-boomers retiring (sooner or later) and with increased longevity, households need to save for the longer term, either through compulsory or through default or through voluntary schemes. The answers to questions such as: what is the dimension of these schemes, or what trends are emerging, will become more and more important over time not only for academics and professionals but also for the wider public .

Another apparent trend is the increasing securitization of markets and, as a consequence, an increasing share of risk being born directly by households vs. governments and financial institutions, either through direct holdings or through managed accounts. The question of what is the nature of the risks borne by households is not approachable if the degree of aggregation of data is too high.

Finally, I would like to address the issue of time-series. As institutions and households discover, in the transition towards new retirement systems, the importance of the longer term, they will need to understand the broad trends; the analysts need also to work on sufficiently long series in order to interpret phenomena such as the convergence or divergence of structural factors, or the impact of the cycles on instruments and portfolio risk. Reconstructing time-series, even though there may be discontinuities in criteria to be highlighted, such as pre and after SEC 95, is useful. Some Central Banks have already accomplished such exercises.

notamment avec le passage au SEC 95. Certaines Banques Centrales ont déjà effectué cet exercice.

Je profite de l'impopularité irréversible que me valent mes demandes de plus de données pour aller plus loin dans cette direction (avant de chercher une solution acceptable). Beaucoup d'informations qui existent aujourd'hui dans les bases de données des institutions financières ne pourraient-elles pas être traitées et devenir plus facilement accessibles par un public plus large? Pourquoi ne pas élargir la base de notre connaissance statistique, pourquoi ne pas aller plus loin et de manière systématique chercher le moyen d'élargir le détail des catégories disponibles quand on sait que l'information existe dans les systèmes d'information? Les technologies modernes de l'information si répandues et si riches peuvent-elles nous aider dans cet objectif?

Je voudrais conclure par une proposition simple. Pourquoi ne pas créer un forum d'utilisateurs et de fournisseurs de données dans le but de compléter les comptes nationaux avec des statistiques détaillées et cohérentes?

Les associations professionnelles (de la banque, de l'assurance et de la gestion d'actifs) couvrent la quasi-totalité des actifs détenus par les ménages avec un niveau très détaillé d'information. Beaucoup de bases de données couvrent le secteur des institutions non financières. Les administrations ont des informations détaillées sur le secteur public.

Selon ma propre expérience, un des principaux problèmes est que ces données ne sont souvent pas assez bien détaillées et organisées, ni cohérentes avec les autres données disponibles par ailleurs. En outre, il semble que peu d'efforts soient faits pour construire et maintenir à jour les séries statistiques.

Alors que le fait de construire des bases de données représentait un effort énorme il y a quelques années, avec les nouvelles technologies chaque action individuelle peut-être enregistrée et stockée pour être utilisée par d'autres. Il s'agit plutôt d'un problème d'organisation et bien sûr de respect de la confidentialité.

Ainsi, nous pourrions mieux organiser nos bases de données, pour nous rapprocher des comptes nationaux plutôt que de les alourdir.

I realize that I have already become irreversibly unpopular by asking for more data, so I may as well take a further step in this criticisable direction (before looking for some acceptable solution). Maybe a lot of precious information that exists nowadays in the databases of financial institutions could be processed and become more easily accessible to a broader public? Why not enlarge the basis of our statistical knowledge, why not explore further and in a systematic way how to expand the breakdowns in accepted categories wherever we know that the information lies in the systems? Can modern information technology, so widespread and full of data, be used for these objectives?

I would like to conclude with a simple proposal. Why not create a forum of data users/providers with the aim of complementing national accounts with more detailed statistics that should be consistent with these accounts, but not necessarily part of them?

Trade associations such as banking, insurance and asset management associations span over most of household assets with very detailed information. Non-financial corporations are present in multiple data banks. Governments have detailed figures on the public sector.

An issue, in my own experience, is that often this wealth of data is not appropriately itemized organized and matched with other data sets for consistency. Furthermore there seems to be little effort in terms of building and maintaining time series.

Whereas some years ago collecting and building data sets represented an enormous effort, in our IT era every single individual action can be recorded and stored. It is more a matter of having the right templates to pull all the threads together and, of course, of respecting privacy rules, than anything else.

So rather than adding further burdens to national accounts we could try the other way round, i.e. meet them half-way up, after having better organized the bases of our data sets.

et prix des actifs

par Axel Börsch-Supan

Mannheim Research Institute for Economics of Aging (MEA)

Le vieillissement de la population a des effets complexes sur le marché des capitaux. Si les personnes âgées épargnent moins que les jeunes, la diminution de l'offre de capitaux devrait entraîner une hausse des taux d'intérêt. En même temps, la jeune génération devenant de moins en moins importante, cela devrait avoir un effet négatif sur la demande de capitaux pour financer de nouveaux investissements. L'équilibre est par conséquent incertain.

La vision pessimiste prévoit un "krack du marché des actifs": la demande d'actifs financiers par les ménages chuterait entre 2030 et 2040, quand les baby boomers partiront en la retraite ou mourront ; le prix des actifs chuterait donc et une forte baisse du rendement des actifs serait alors observée.

Les optimistes mettent l'accent sur les mécanismes économiques qui devraient amoindrir voire même inverser les effets négatifs du vieillissement de la population sur les marchés de capitaux. L'un des principaux facteurs allant en sens inverse est qu'une société vieillissante a besoin de plus de capital pour remplacer la main d'œuvre et, comme on l'a vu, l'offre de fonds se fera rare. La demande croissante de capital productif augmente le rendement du capital alors même que les pessimistes prévoient un "krack du marché des actifs".

L'étude s'intéresse aux résultats de différents modèles d'équilibre selon plusieurs études quantitatives françaises, allemandes et américaines, ainsi qu'aux comportements d'épargne et d'investissement constatés.

Les principales conclusions sont les suivantes:

(1) Les conséquences du vieillissement de la population sur les marchés de capitaux ne sont ni un événement soudain ni inattendu. Les baby-boomers prendront leur retraite dans environ 15 ans. Comme les projections démographiques sont relativement connues et fiables (au moins comparées aux estimations de résultats d'une entreprise), le marché des capitaux anticipera également ces évolutions. Par conséquent, la baisse de rendement des actifs évoquée ci-dessus sera étalée sur à peu près 20 ans et sera à peine perceptible chaque année.

(2) En 2030 les retraites par capitalisation ne seront pas encore arrivées à maturité. Beaucoup d'employés continueront de souscrire de nouveaux contrats de retraite par capitalisation jusqu'en 2050 approximativement. Cela contrebalancera l'effet du retrait de capitaux par les baby-boomers.

(3) Les deux phénomènes exposés ci-dessus n'empêcheront pas seulement les effets démographiques de provoquer une chute du rendement des actifs, ils feront également que

Aging has complex effects on global capital markets. If elderly people save less than younger people, an aging society saves less. This should increase interest rates since supply of funds gets tight. At the same time, the younger generation becomes ever smaller, so there is also less demand for new investment. The equilibrium effect is thus uncertain.

Pessimists believe in the so-called "asset meltdown" hypothesis: households demand for financial assets will plummet between 2030 and 2040, when the baby boomers retire and die, asset values will melt down dramatically and the return on financial investments will fall sharply.

Optimists stress economic mechanisms which soften or even reverse the negative impacts of aging on capital markets. One such important counter-mechanism is an aging society's need for more capital since capital must increasingly replace labor and, as described, supply of funds will be scarce. This rising demand for real capital increases the return to capital at exactly the same time as pessimists fear the prospect of an asset meltdown.

This study will look at the general equilibrium outcome according to several quantitative studies from France, Germany and the US, plus corroborating evidence on saving behavior and investment demand.

Its main qualitative results are:

(1) *The shifts on capital markets due to demographics are neither a sudden nor an unexpected event. The baby-boomers will retire over a period of about 15 years. As the demographics are largely known (relatively speaking, at least, when compared to the possible profitability of a company in the future), the capital market will also anticipate this development. Consequently, the decline in returns discussed above is spread over approximately 20 years and is barely noticeable each year.*

(2) *In 2030 funded old-age provision will not yet have achieved a balanced situation (what is termed "maturity status"). Many employees will continue to establish new funded old-age provision until approx. 2050. This will significantly cushion the effect of a withdrawal of capital by the baby-boomers.*

(3) *It is also due to the two previous points that demographic factors will not cause too much of a fall in average returns but that also the holdings and returns for individual investments (shares, fixed-*

la détention et les rendements des produits d'épargne individuelle (actions, obligations et investissements sans risques) ne baisseront que graduellement.

(4) La baisse d'environ 8 millions (à peu près un tiers) du nombre de personnes actives d'ici 2040 accélérera le processus d'intensification capitaliste. Le capital productif (machines, ordinateurs, etc.) doit être déployé pour pallier la chute du nombre de personnes actives dans l'économie allemande, car ni les importations ni une forte hausse de la productivité ne sont susceptibles de compenser ce phénomène. Cela veut dire que la demande de capital productif augmentera au même moment que la main d'œuvre se fera rare, c'est-à-dire au moment où les baby-boomers partiront à la retraite et où le "krack du marché des actifs" est censé avoir lieu.

(5) Dans une économie mondialisée, les rendements du capital ne seront pas dirigés par les économies nationales. La diversification internationale permettra d'aider les pays qui vieillissent rapidement (Allemagne, Italie et Japon), en leur permettant de minimiser les effets du risque démographique sur les rendements du capital. Bien que la majorité des pays industrialisés voient un vieillissement de leur population, la France, la Grande Bretagne et les Etats-Unis ne connaissent pas le même problème de chute rapide de la population active.

Cette étude va plus loin en quantifiant les effets potentiels du vieillissement de la population sur le prix des actifs à l'aide d'un modèle à générations imbriquées, avec diversification internationale pour refléter la dimension globale du marché des actifs. Les résultats de ce modèle MEA-OLGA peuvent être résumés ainsi: toutes choses égales par ailleurs et en supposant qu'il y ait une diversification optimale dans l'Union Européenne, les facteurs démographiques devraient entraîner une baisse d'environ un point de pourcentage de la rentabilité du capital productif, globalement d'ici à 2035 dans une l'Europe vieillissante. Si l'on prend la moyenne des 25 dernières années comme base de calcul pour le rendement à long terme de tous les types d'investissements dans le capital productif (actions, obligations privées et investissements directs dans des usines ou des biens d'équipement), les rendements passeront de 7.7% à 6.7% dans les années 40. S'il n'y a aucune diversification, cette baisse sera plus importante de 20 points de base environ, alors que si la diversification internationale est plus large, ne se limitant pas seulement à l'Union Européenne mais à l'ensemble des pays de l'OCDE, la baisse sera au contraire moins importante de 20 points de base.

Le déclin du rendement des actifs dû aux seuls facteurs démographiques est naturellement accentué si les placements des systèmes de retraite par capitalisation résultant de la réforme des retraites augmentent, puisque l'augmentation des capitaux disponibles exerce une pression sur les rendements. Si toute l'épargne retraite est

interest bonds and safe investments where there are no interest and price factors) will only see minimal and very gradual shifts.

(4) The reduction of around 8 million (approx. one third) in the active working population by the year 2040 will accelerate the capital intensification process. Capital (machines, computers, etc.) must be deployed to make up for the shrinking number of people working in the German economy because neither imports nor a sudden boost in productivity are likely to compensate to this extent. This will mean that the demand for real capital will rise at that point in time when labor will become particularly short, i.e. precisely at the time when the baby-boomers retire and it is said that the "asset meltdown" will take place.

(5) In a global world returns on capital will not be dominated by individual countries. International diversification is of particular to help to those countries that are aging greatly (Germany, Italy and Japan), enabling them to minimize demographic risk in respect of capital returns. Although the majority of industrial countries are aging, France, Great Britain and the USA do not share our problem of a rapidly shrinking working population.

This study goes an important step further and quantifies the potential effects of aging on asset prices using a sophisticated overlapping generations (OLG) model with international diversification reflecting the global nature of capital markets. The results from this MEA-OLGA model can be summarized as follows: Purely because of demographic factors, overall capital market returns on productive capital in the core aging European region will fall by around one percentage point by 2035, assuming optimal diversification in the EU area. If one takes the average over the last 25 years as a basis to calculate the relevant long-term returns on all types of investment in productive capital (equities, industrial bonds and direct placements invested by the corporate sector in plant and equipment), returns will fall from the current figure of 7.7% to 6.7% in the fourth decade of this century. If no international diversification takes place, this drop will be approximately 20 base points higher, whereas broader diversification across the whole of the OECD rather than just within the EU will reduce the decline caused by demographics by around 20 base points.

The decline in returns on capital purely as a result of demographic factors is naturally intensified when investments for funded pension provision resulting from the pensions reform rise, as the increase in capital available puts pressure on returns. If all the savings for funded pension

investie dans des actifs domestiques, cet effet entraînera une intensification du déclin de approximativement 40 points de base. Cependant, ce déclin peut être presque complètement évité grâce la diversification internationale.

Les tendances de long terme ont moins d'effet sur les actions que sur les produits de taux. Cela vient du fait que les ménages plus âgés sont moins susceptibles de prendre des risques. La hausse de la demande de produits de taux et de produits sans risque exerce une pression supplémentaire sur le rendement de ces produits. Par conséquent, la prime de risque (la différence de rendements entre actions et produits de taux) augmentera progressivement au cours des 25 prochaines années. Cependant, cet effet est temporaire: il retombera dans la mesure où les baby-boomers utiliseront leurs actifs non risqués pour des besoins de consommation.

Quantifier cet effet est difficile. Le modèle MEA-PORTA fournit des ordres de grandeur approximatifs. Le rendement à maturité des produits de taux devrait baisser en termes réels de 4.1% à 2.8% dans les 25 prochaines années et le rendement des placements sans risque de taux ni de prix devrait lui baisser de 3.3% à 1.8%. Sur la même période, la prime de risque des actions devrait augmenter de 70 points de base.

Ces résultats ne concernent que le capital productif. Le secteur qui sera plus affecté par les phénomènes démographiques sera celui de l'immobilier, mais sur le très long terme seulement. Le pessimisme de Mankiw et Weil (1989) qui ont rendu l'hypothèse de "krack du marché des actifs" populaire aux Etats-Unis apparaît erronée. Cette étude en apporte la preuve pour l'Allemagne et par rapprochement également pour la France (probablement de manière moins marquée) et l'Italie (probablement de manière plus marquée). La raison principale est qu'il y a un décalage de 20 ans entre l'augmentation de la population et celle de la taille des ménages. Une des raisons est que le vieillissement de la population entraîne souvent une diminution de la taille des foyers et donc, toutes choses égales par ailleurs, une hausse du nombre de ménages. Aussi la demande de logements ne baissera que très progressivement et il n'y aura pas de chute des prix de l'immobilier durant les 30 prochaines années. La prévision de Mankiw et Weil (1989) d'une baisse de moitié des prix du logement entre 1990 et 2010 ne se réalisera certainement pas.

Au vu de tous ces éléments, les marchés de capitaux ne semblent pas insensibles aux phénomènes démographiques. Les rendements des actifs diminueront avec le vieillissement de la population, mais seulement de façon modérée. Sur le plan scientifique, il n'y a pas de raison que se produise un "krack du marché des actifs" avec le départ à la retraite des baby-boomers.

provision are invested domestically, this effect will account for an additional decline in the return to productive capital by approximately 40 base points. However, this decline can be almost completely avoided through international diversification.

The long-term trends have less effect on equities than they do on fixed-interest securities. This reflects the fact that older households are less likely to take risks. The increased demand from this group for fixed-interest securities and safe investments puts additional pressure on the returns of such investments. Consequently, the equity premium, i.e. the difference in yields between equities and secure investments, will gradually increase over the next 25 years. However, this effect is temporary: it will fall again to the extent that the baby-boom generation will use the assets securely invested for old-age provision for consumption purposes.

Quantifying this effect is difficult. The MEA-PORTA model provides approximate orders of magnitude. The current yield to maturity of fixed-interest securities is likely to fall in real terms from 4.1% to around 2.8% over the next 25 years and the yields on secure investments, i.e. investments with no risk relating to price or interest, will decline from 3.3% to 1.8%. Over the same period, the equity premium will rise by around 70 base points.

The results so far relate to collateral in productive capital. The sector that will be affected most by the demographic trend will be returns on real estate, however, only in the very long term. The pessimism of Mankiw and Weil (1989) who made the asset meltdown hypothesis popular in the USA, appears to be misguided. This study provides evidence from Germany which is suggestive for France (probably more dampened) and Italy (probably somewhat stronger) as well. The main insight is that household size lags population size by about 20 years. One reason is that an older society features a smaller household size and thus, ceteris paribus, more households. Hence, housing demand will only begin to fall from 2025 onwards even if populations start declining today. Thereafter housing demand will only drop very gradually such that house prices will not fall dramatically over the next 30 years. Mankiw and Weil's (1989) estimate of a housing price drop between 1990 and 2010 to half of their original levels will certainly not materialize.

Taken all evidence together, capital markets are not immune to demography. Rates of return will decline in response to demographic forces, but only very moderately. There is no scientific reason to assume that a major "asset meltdown" will occur when the babyboom generation retires.

Pour l'épargnant du cycle de vie, la gestion du futur soulève au moins un triple défi, qui concerne : la formation optimale de ses anticipations de l'avenir en fonction de ses croyances et de l'information recueillie ; l'incertain, probabilisable ou non, dont il doit déterminer la part qu'il est prêt à accepter selon ses préférences à l'égard du risque ; l'horizon décisionnel, qui couvre "l'ensemble théorique des périodes de calcul sur lequel l'agent entend établir ses plans et ses prévisions" (T.C. Koopmans) - ici la durée de son existence - et varie selon sa préférence pour le présent, i.e. les poids décroissants qu'il attribue aux satisfactions à venir du simple fait de leur éloignement temporel. Notre étude se focalise sur les deux dernières dimensions en cherchant à évaluer en quoi l'hétérogénéité des préférences individuelles à l'égard du risque et du temps permet de rendre compte des inégalités de patrimoine et de la diversité des choix de portefeuille - plus précisément, de la part de ces inégalités ou diversité non expliquée par les caractéristiques des ménages habituellement observées dans les enquêtes.

Au-delà de ses schémas directeurs - modélisation axiomatique des comportements, individualisme méthodologique, principe de rationalité, orientation prospective des décisions dans le temps... - la micro-économie de l'épargnant présente deux spécificités qui ressortent d'autant plus clairement qu'on la compare aux approches suivies dans d'autres sciences de l'homme et de la société.

Traitant des comportements de l'épargnant, psychologues et sociologues mettraient l'accent sur la pluralité de ses logiques de choix et le caractère multidimensionnel de sa rationalité, en faisant référence à la multiplicité des temps individuels (P. Fraisse) et sociaux (G. Gürvitch). Les décisions d'un même agent en matière de patrimoine présenteraient ainsi une forte hétérogénéité du fait de la diversité des horizons auxquels elles se réfèrent, soit par exemple : [1] gestion des affaires courantes (liquidités) ; [2] choix de moyen terme (biens durables, encaisses de précaution) ; [3] plans de vie (logement, épargne-retraite, assurance vie) et au-delà : [4] désir de "survie par les siens", à travers un capital familial, les transmissions patrimoniales et les stratégies dynastiques ; [5] volonté de pouvoir, d'entreprise, de prestige ou d'éternité, à

For an investor , in his life time, managing the future is a triple challenge: the best evaluation of the perceived risk in the future, linked with his/her personal beliefs and collected information; the uncertainty, measured or not in terms of probability, when he/she evaluates and that he/she can partially accept, according to his/her attitude towards risk; the "decisional horizon", which covers "periods of calculation during which the individual wishes to establish his plans and previsions" (T.C. Koopmans) - here the life time, and which depends on the preferences for the present, that is the decreasing interest he/she perceives for future satisfactions on the simple time span. Our study focuses on the two last mentioned dimensions in trying to evaluate how diverse preferences towards risk and time explain patrimonial inequality or diversity previously unexplained by other characteristics of households usually observed in studies.

Beyond its main directions - behaviour's axiomatic models, rationality, prospective decisions' orientation during a period of time - the micro-economics of investors indicate two specificities , which are obvious when compared to approaches in other human and social sciences.

Studying an investor's behaviour, psychologists and sociologists would stress the plurality of logics in choices, and the multidimensional rationality, referring to the multiplicity of individual (P. Fraisse) and social (G. Gürvitch) perception of time. The decisions of the same agent regarding his/her patrimonial situation would consequently show an obvious diversity depending on the different horizons they refer, for example 1) managing daily needs (cash); 2) mid-term choices (durable goods, saving) 3) life plans (housing, retirement savings, life insurance) and, beyond, 4) desire of posterity through the other family members, by a family-oriented capital, transfers through generations, and dynasty tropism; 5) Will of power, entrepreneurial spirit or prestige and

(1) Article publié dans le Bulletin de la Fédération PARIS-Jourdan n°6 décembre 2004. Cette étude a notamment donné lieu, en Français, à cinq articles formant un numéro double (n°374-375) d'Economie et Statistique (2004) et à un article dans la Revue Economique (56, n°2) en 2005, écrits en collaboration avec Daniel Verger de l'Insee.

l'origine de grandes fortunes non familiales (A. Nobel et H. Hughes étaient sans descendance directe). La question clef serait alors de déterminer comment s'effectue, pour un sujet donné, la "coalescence" ou "syrrhèse" provisoire de ces horizons stratifiés, concernant des choix qui pèsent tous sur un même budget de ressources financières ou de temps disponible.

Par ailleurs, la sagesse populaire comme la pensée savante introduisent souvent une dépendance étroite entre l'incertain et l'horizon, les attitudes face au risque et à l'avenir. Un discours à la mode a ainsi coutume d'expliquer que la montée des incertitudes à venir "raccourcit l'horizon" des agents. Les dictionnaires rapprochent d'emblée prudence et prévoyance, et de même imprudence et insouciance, comme s'il s'agissait de synonymes ou de caractères complémentaires. La sociologie du risque, surtout, caractérise la modernité par une "culture du risque" où "la conscience des risques encourus devient un moyen de coloniser le futur" (A. Giddens) ; gérer les risques suppose de les anticiper, oblige à se projeter sans cesse dans l'avenir pour les maîtriser et s'adapter au changement.

L'approche micro-économique (orthodoxe) se démarque nettement de ces deux traditions. Elle ne s'embarrasse pas des difficultés créées par la multiplicité des rythmes et des temps : hors certains modèles de self-control - qui décrivent le conflit intérieur entre un planificateur sur le long terme et un impulsif victime de ses passions - chaque sujet est doté d'un horizon unique, soit, pour notre épargnant, un "horizon de vie", modulé par une préférence pour le présent qui lui confère un caractère éminemment subjectif. Mais surtout, s'agissant des rapports entre risque et temps, elle procède d'un double mouvement original, rarement souligné. D'un côté, tout est fait pour séparer les préférences individuelles à l'égard du risque ou de l'incertain (aversion au risque ou à l'ambiguïté, prudence, tempérance, etc.) de celles manifestées à l'égard du temps (préférence pour le présent, altruisme intergénérationnel), en les caractérisant par des paramètres définis indépendamment, ρ (aversion relative) en matière de risque, d représentant le taux de dépréciation du futur, etc. : sous peine d'être taxée d'irréaliste, la théorie opère "comme si" les choix intertemporels pouvaient être abstraits de toute considération de risque - même relative à la survie. Mais de l'autre, les prédictions des modèles de cycle de vie

eternity, which found non-family-owned fortunes (A. Nobel and H. Hughes had no family direct posterity). The key question would then be to determine how a provisory aggregation of these stratified horizons can be brought forward, regarding choices which all impact the same financial and time resources.

On the other hand, common wisdom and intellectual approach often create a direct correlation between the "uncertain" and the horizon, and the behaviour towards risk and the future. A common attitude explains that the rise of uncertainty regarding the future "shortens the horizon" of agents. Dictionaries closely link cautiousness and foresight, and they also put together lack of concern and improvidence, as if they were synonyms or complementary notions. The risk's sociology even defines modernity by a "culture of risk", where "the conscience of expected risks becomes a mean to appropriate future" (A. Giddens); the risk management implies to be projected into future times, in order to master them and to be adapted to changes.

The microeconomics (the strict one) can be clearly differentiated from these approaches. The difficulties created by the multiplicities of rhythms and timings are not taken into account: beside certain models of self-control - describing the inner conflict between a person who is oriented towards long-term planning and an impulsive person, victims of his/her passions - here each and every agent has the same horizon, which is for an investor a "life-time horizon", adjusted by the preference for the present, which is a very subjective notion. But more than this, regarding links between risk and time, it results from a double move, rarely mentioned. On one side, everything is done to separate individual preferences towards risk and the uncertain (risk aversion and ambiguity, cautiousness and temperance, etc.) from preferences for time (for the present, cross-generations altruism), while giving them independently defined parameters, ρ (relative aversion) towards risk, d being the depreciation for the future, etc.: This theory operates "as if" multi-temporal choices could be distinct from considerations of risk -even those related to life. But on the other hand, life-time models predictions will depend on the interaction between the two parameters: only knowing that the investor likes the

vont dépendre de manière cruciale de l'interaction entre les deux types de paramètres : savoir seulement que l'épargnant aime le risque (? faible ou même négative), ou bien qu'il est "myope" (forte préférence d pour le présent) n'apporte qu'une information limitée sur ses choix patrimoniaux ; savoir qu'il est les deux à la fois ? aventureux et myope - renseigne bien davantage sur ces décisions d'épargne et d'investissement.

A partir du croisement des deux paramètres, les modèles standard (i.e. maximisation de l'utilité additive espérée actualisée à taux constant) introduisent alors à une typologie des épargnants en quatre régimes spécifiques d'accumulation patrimoniale :

- Les **bons pères de famille**: modèle de cycle de vie "représentatif", axé sur l'épargne pour la retraite et la précaution de long terme : ? élevé (> 1), d faible (inférieur au taux d'intérêt r).
- Les **cigales prudente** : modèle de "buffer-stock" ou d'encaisses de précaution à moyen terme contre les chutes inopinées du revenu : ? élevé, d élevé ($>> r$).
- Les **entrepreneurs** : modèle d'entrepreneur... : ? faible (< 1), d faible.
- Les **têtes brûlées** : peuvent se retrouver emprunteuses nettes (dans d'autres contextes, sujettes à "l'addiction rationnelle") : ? faible, d élevé.

Nous avons repris cette typologie en l'adaptant à un cadre "non standard", plus réaliste, en distinguant toujours un seul paramètre (composite) de préférence concernant les choix en incertain d'attitude à l'égard du risque, ?, représentant tout aussi bien la prudence, la tempérance, l'aversion à la perte... ? mais en "entourant" le taux de préférence pure pour le présent sur le cycle de vie, d , d'un degré d'impatience à plus court terme (temporellement incohérent) et d'un degré d'altruisme (pour sa descendance).

Pour mesurer les préférences individuelles à l'égard du risque et du temps, nous avons construit un questionnaire méthodologique "Comportements face au risque et à l'avenir" qui a été posé, lors d'une seconde interview, à 1135 individus volontaires, tirés de l'échantillon de l'enquête Insee "Patrimoine 1998". Les (85) questions balayaient divers domaines de la vie (consommation, loisir, santé, placements, travail, retraite, famille...) et prenaient différentes formes, des plus anecdotiques (prendre son parapluie en cas

risk (? weak or even negative) or that he is short-sighted (strong preference of d) bring few information on his/her patrimonial choices; knowing that he/she is both - adventurous and short-sighted bring more information on his/her choices regarding savings and investments .

From these combined data, standard models introduce a typology of investors in four specific groups (as far as property ownership is concerned):

- the **"good fathers"**, "representative lifestyle model based on pension savings and long term precaution :high ? (< 1), small d (inferior to the interest rate r).
- **cautious cicadas**: "buffer stock" model or mid-term savings in case of revenue droppings: high ? , high d ($>> r$)
- **entrepreneurs**: entrepreneurial model...: low ? (< 1), low d
- **"desperados"** : those who can be borrowers (those who in other contexts, would be "rational addicted"), low ?, high d

We used this typology while adapting it to a non standard but more realistic context, always using one composite parameter describing choicces in front of the uncertain future - attitude towards risk, ?, representing cautiousness as well as moderation, fear of loss,...- but surrounding lifetime preference for present, d , with a degree of short term impatience (not coherent with time) and a degree of altruism (for family descendants).

To evaluate individual preferences towards risk and time, we elaborated a methodological questionnaire "Behaviour towards risk and future" which was submitted, during a second interview, to 1135 individuals, on a voluntary basis, using the panel of the INSEE "enquête Patrimoine 1998". The 85 questions covered different life styles (consumption, free time, health, savings, work, retirement, family...) and took different forms from the most trivial ones (taking

de météo incertaine, se garer au zone interdite) aux plus traditionnelles (loteries financières), en passant par des enjeux plus substantiels (santé, retraite, environnement...). Ce questionnaire a permis de construire, pour chaque enquêté, sous forme de scores qualitatifs - "moyennes" des réponses préalablement codées apportées aux questions pertinente -, des indicateurs relatifs de son attitude à l'égard du risque, de son degré de prévoyance à long terme, de son degré d'impatience à court terme et de son degré d'altruisme (pour sa descendance). En particulier, la forte corrélation entre les "sous-scores" de risque concernant chaque domaine justifie le fait de ne retenir qu'un seul score pour caractériser l'attitude à l'égard du risque. En revanche, les mesures obtenues confirment bien la nécessité de distinguer la préférence pour le présent à long terme de l'impatience à court terme ou du degré d'altruisme.

Considérons tout d'abord les déterminants de chaque score de préférence pris isolément. Les résultats montrent sans surprise que - toutes choses égales d'ailleurs - les plus aventureux sont plus souvent jeunes, célibataires, diplômés, hommes, enfants de chef d'entreprise ou de profession libérale, à haut revenu ; quant aux prévoyants, il sont plus souvent d'âge mûr ou élevé, mariés avec enfants, et diplômés. En outre, la corrélation entre l'attitude à l'égard du risque ? et la préférence pour le présent d apparaît significativement négative, (de l'ordre de -0,3) : les "risquophiles" sont plus souvent myopes (et donc têtes brûlées), et les risquophobes plus souvent prévoyants (i.e. bons pères de famille).

Sur les montants de patrimoine, les scores de préférence ont des effets significatifs et conformes aux prédictions : être plus prudent (? fort) ou plus prévoyant (d faible) augmente le montant de la richesse ; l'altruisme familial va aussi de pair avec une fortune plus élevée. Le patrimoine des ménages apparaît donc bien sous sa dimension plurielle : réserve de précaution, épargne pour les vieux jours et transmission pour les siens. Même si le gain explicatif obtenu avec les scores de préférence peut paraître modeste (du fait de l'extrême concentration des fortunes, l'hétérogénéité non observée n'est pas fortement réduite), les effets de ces variables subjectives sont quantitativement loin d'être négligeables, notamment pour la préférence temporelle : entre individus "extrêmes" (i.e. entre le plus "myope" et le plus prévoyant de l'échantillon), les écarts de patrimoine estimés

the umbrella in case of uncertain weather report, parking on forbidden spaces) to the most traditional ones (lottery), and including more substantial topics, such as health, retirement and environment. This questionnaire enabled to build for each person, with qualitative scores - average coded answer to valid questions-, relative indication of each person regarding his/her behaviour towards risk, his/her long-term foresight, his/her level of impatience, and of his/her level of altruism (for family descendants). In particular, the strong correlation between the "under scores" for risks regarding each field, justifies to keep only one score to describe the behaviour towards risk. On the contrary, our results confirm the necessity to discriminate between the long-term preference for the present and the impatience for short-term or the level of altruism.

Let's study first the rationale behind each and every preference score. The results show with no surprise that the most "adventurous" are mostly young, singles, highly educated, men, children of entrepreneurs or independent professions, with a high revenue; as far as the most foresighted, they are mostly middle aged or seniors, married with children and highly educated. On the top, the correlation between the behaviour toward risk ? and preference for present d appears to be significantly negative (around - 0.3): "riskophiles" are more often "short-sighted" and "riskophobics" foresighted, (i.e. "good fathers").

On the level of wealth, preference results have significant and predictable effects: to be more "cautious" (high ?) or more foresighted (low d) increases wealth, as well as family altruism. Households wealth can clearly be seen in its plurality: reserve, savings for the late days, and transfer to children. Even if the better explanation of preference results seems modest (the non-visible heterogeneity is finally not reduced, due to the extreme concentration of wealth), the effect of these subjective values can not be neglected, specially as far as preference for time is concerned: between "extreme" results (i.e. between the most short-sighted and the most foresighted of the panel) the difference of wealth varies from 1 to 4.

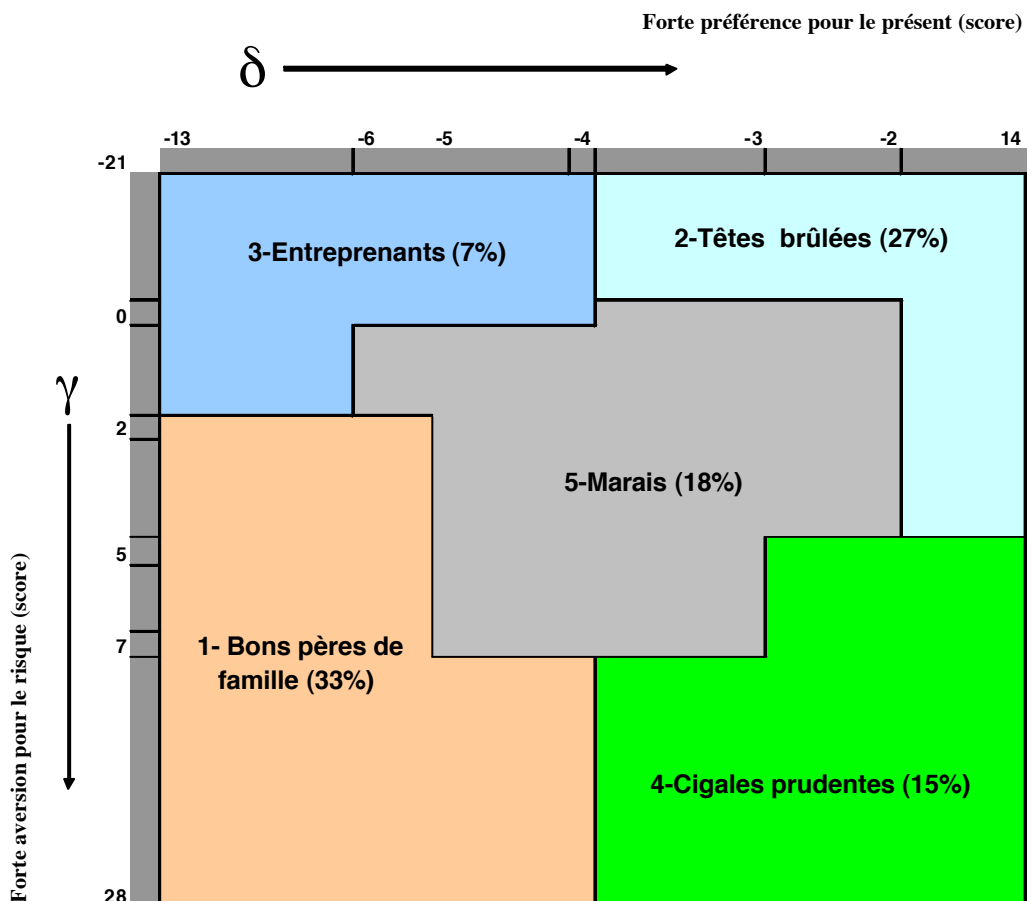
vont ainsi de 1 à 4. Et une décomposition des inégalités de patrimoine à l'aide de l'indicateur de Theil montre que les paramètres de goûts ont conjointement un pouvoir explicatif de l'ordre de 10 à 15 %, supérieur à des variables comme l'origine sociale, le diplôme, le type de ménage, la taille d'agglomération, la présence de contraintes de liquidité ; seuls les facteurs explicatifs de référence (âge, revenu, CSP, héritage) font mieux.

La typologie obtenue à partir du croisement des deux paramètres de préférence (ρ et d) conduit à des résultats encore plus prometteurs. Le graphique ci-dessous montre les délimitations choisies, qui ne valent qu'en relatif, en introduisant encore un cinquième groupe intermédiaire (le Marais) pour maximiser les distances statistiques entre les types d'épargnants. On pourrait ainsi s'étonner que les femmes ne "voient" pas, en moyenne, plus loin que les hommes ; en fait, elles sont plus souvent "bons pères de famille", mais plus rarement "entrepreneurs" (et beaucoup moins souvent "têtes brûlées").

An analysis of wealth differences according to Theil's index, shows that the parameter of "tastes" have a common impact of between 10 to 15%, more important than other variables such as social origins, degrees, household type, city size, need for cash; only explicative reference criteria (age, revenue, SPC, legacy) are more important.

The typology resulting of crossing the two preference parameters (ρ and d) give even more promising results. The chart here shows deliberate delimitations, with a relative value, introducing a fifth middle group (the "center"), to maximize the statistics of different types of investors. One could be surprised that women do not "see" further , in average, than men. In fact they are more often "good fathers", more rarely "entrepreneurs" (and really very more rarely "desperados"...).

Distribution des différents types d'épargnant



Surtout, l'analyse économétrique du montant et de la composition du patrimoine corrobore les prédictions déduites de la typologie croisée, en lui conférant un pouvoir explicatif appréciable. Les "têtes brûlées" et les "cigales prudentes" détiennent sensiblement moins de patrimoine que les autres catégories d'épargnants, les "bons pères de famille" significativement plus. La trop faible épargne d'une part significative de la population à la veille de la retraite peut aussi s'expliquer en partie par leurs préférences : les "cigales prudentes" et les "têtes brûlées" sont deux fois plus nombreuses chez les "non-épargnants" (patrimoine / revenu permanent < 2), les "bons pères de famille" une fois et demi plus nombreux parmi les "épargnants". Mais la nécessité de "croiser" les paramètres de préférence s'impose encore davantage au niveau de la composition de la richesse : ainsi la demande d'actions ne dépend-elle pas significativement de la préférence temporelle ni de l'attitude à l'égard du risque prises isolément mais seulement de leur interaction.

Les "cigales prudentes" ont effectivement un comportement plus prudent et plus imprévoyant (peu d'actifs risqués et moins d'assurances vie) que les autres ménages, mais sont demandeuses, à défaut, de produits d'épargne-assurance (Pep) ; les "têtes brûlées" ont un horizon court (moins de logement, d'assurance vie ou de produits retraite) mais prennent davantage de risque, au plan financier (valeurs mobilières) comme au plan professionnel. C'est le cas également des "entrepreneurs", qui voient cependant à plus long terme (la diffusion du logement, et surtout des retraites complémentaires volontaires, est supérieure à la moyenne). Enfin, fidèles à leur image, les "bons pères de famille", plutôt prudents et prévoyants, ont les probabilités de détention qui se rapprochent le plus de celles du répondant moyen : ils s'en différencient surtout par des demandes plus élevées pour les divers produits d'assurance vie et de retraite.

La typologie des épargnants retenue mérite certes discussion. Le caractère relatif des scores autorise certes un découpage flexible des groupes (voir graphique joint) mais jusqu'à quel point ? La typologie pourrait encore être affinée en introduisant l'altruisme familial : il existe de fait deux à trois fois plus d'altruistes (dernier quartile du score) chez les "bons pères de famille" (30,2 %) et les "entrepreneurs" que chez les "têtes brûlées" et les "cigales prudentes" (9,9 %). Elle devrait aussi être interprétée dans une perspective dynamique d'évolution des préférences sur le cycle de vie, tant il apparaît que l'on devient plus prudent et/ou plus prévoyant avec l'âge comme les enquêtés le reconnaissent eux-mêmes.

Overall, the econometrical analysis of the amount and content of personal wealth corroborates the prediction drawn from the crossed typology, giving it a significant power of explanation. The "desperados" and the "cautious cicadas" have much less personal wealth than other investors' categories, and the "good fathers" significantly more. The low level of saving of a large part of people approaching retirement can also be partially explained by their preferences: the "cautious cicadas" and the "desperados" are twice less numerous among the "non saving households" (wealth/permanent revenue <2), the "good fathers", one and a half times more numerous than the "saving households". But it appears even more important here to cross the preference parameters at the level of the type of investment: the demand of shares does not depend on the temporal preference or the attitude towards risk separately but on the interdependence of the two elements.

The "cautious cicadas" have in fact a more cautious and more "short-sighted" (fewer risky assets and life insurance) than the average household, and more inclined towards PEP; the "desperados" have a short horizon (fewer homes, life-insurance or pension funds) but take more risk, on the stock market or their professional lives. That's also the case for "entrepreneurs" but they are more foresighted (real estate investment and pension funds are higher than average). The "good fathers" truthful to their image, rather cautious and foresighted, have savings close to the average; they differ mostly on their higher than average demand of different life insurance and pension products.

This typology of investors can be discussed. The differential in results allows a flexible distinction between groups (see chart), but up what level? His typology could be even more distinctive if we introduce the "family altruism": in fact, there are between two and three times more "altruists" (last quartile of the result) than among the "good fathers" (30.2%) and the "entrepreneurs" than among the "desperados" and the "cautious cicadas" (9.9%). This could be more developed in a dynamic perspective of evolution of preferences linked with life cycle, as it appears that one gets more cautious and/or foresighted with age, as many people in the panel admitted.

Cette étude ouvre sur de multiples extensions.

Au plan théorique, on ne dispose pas encore de prédictions suffisamment précises concernant les quatre régimes d'accumulation (même dans le cadre standard). La méthode de mesure des préférences utilisée, qui donne de bien meilleurs résultats que les tentatives antérieures, économétriques ou expérimentales, mérite cependant d'être plus amplement validée : mesures agrégées obtenues sur de multiples domaines à partir d'une série de questions de nature différente, les scores sont censés éliminer les effets de contexte et les problèmes d'endogénéité des préférences. Les validations indirectes dont nous disposons (cohérence interne des indicateurs, analyse en composantes principales, positionnement des enquêtés eux-mêmes sur des échelles de risquophobie et de prévoyance, effets de l'âge et du sexe, tests d'endogénéité dans les équations de patrimoine, etc.) donnent toutes des résultats satisfaisants mais demandent à être confirmées sur d'autres enquêtes, d'autres questions, d'autres codages des réponses...

Au plan économétrique, sans doute faudrait-il, au lieu de proposer une batterie de tests sur les montants de patrimoine et les demandes des différents actifs, s'orienter vers le test d'un modèle structurel ?

Enfin, notre typologie semble rejoindre les préoccupations de marketing bancaire bien qu'elle parte d'une démarche radicalement différente : son ancrage théorique lui confère-t-elle vraiment une supériorité prédictive ?

This study opens new multiple extensions.

On a theoretical level, we do not have yet enough precise predictions regarding the four possible savings opportunities (even in a standard context). The evaluation of preferences used here, which gives much better results than previous ones, econometric or experimental, would deserve to be validated on a bigger scale: aggregated measures obtained on multiple fields from questions of different natures, the results are meant to eliminate context interferences and diverse preferences. The indirect validations that we have all give satisfactory results but request confirmation by other studies, other questions, other codes for answers...

On the econometric side, instead of proposing batteries of tests on savings amounts and demand from different active agents, should we move ahead to the test of a structural test?

At the end, our typology seems to match banking marketing preoccupation, although it derives from a radically different approach: does its theoretical background give it a more effective prediction power?

Une équipe de chercheurs dirigée par Claude Taffin, et par Michel Mouillart pour la partie française, a remis son rapport à l'OEE sur le financement du logement par les ménages en Belgique, en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Espagne et au Royaume-Uni. L'enjeu de cette recherche est très important : dans la plupart des pays, l'augmentation des prix de l'immobilier a renchéri le coût de l'acquisition de logements et le recours au crédit a pris une importance croissante. Pourtant, on ne disposait pas jusqu'à présent d'estimations de la production de crédits au logement en Europe : la comptabilité nationale harmonisée au niveau communautaire ne fournit en effet que des statistiques sur les flux nets de recours au crédit (nouveaux crédits moins remboursements) mais pas sur les flux bruts. D'autre part, cette même comptabilité nationale ne permet pas de mesurer la dépense d'acquisition de leur logement par les ménages. En particulier, la FBCF n'inclut pas la valeur des terrains d'assiette ni le montant brut des achats d'occasion. Il a donc fallu recourir à des sources diverses et procéder à des estimations.

Dans ce rapport, des séries statistiques sont fournies pour chacun des pays de 1997 à 2003.

Du côté de la dépense logement, sont distingués :

- La dépense d'acquisition de logements neufs et en travaux, elle-même composée de la FBCF et de la valeur des terrains d'assiette;
- la dépense d'acquisition de logements anciens, elle-même composée de la valeur des transactions et des droits de mutation.

Du côté du financement de cette dépense sont distingués :

- Les emprunts hypothécaires ou immobiliers, hors renégociations;
- les aides directes;
- l'apport personnel.

Cependant, le poids relatif des aides directes est marginal ou difficile à estimer.

Les résultats sont riches d'enseignements.

Du côté de la dépense, ils opposent trois pays où la dépense est relativement modérée, voisine de 2.500 euros par habitant en 2003 : L'Allemagne, la Belgique et l'Espagne. Mais le profil temporel oppose l'Espagne, où la dépense a plus que doublé entre 1997 et 2003, à l'Allemagne où elle a diminué de 13%. En Belgique, elle a augmenté de plus d'un tiers. On note par ailleurs le poids très lourd des droits de mutation en Belgique (17%).

A team of researchers led by Claude Taffin, and by Michel Mouillart, for the French side, gave its report to the OEE on the financing of homes by households in Belgium, France, Germany, the Netherlands, Spain and the United Kingdom. The stake of this study is very important: in most of these countries, the rise of prices in real-estate made the cost of acquisition of homes more expensive, and, consequently, has given more importance to the access to loans. However, we did not have yet evaluations of the production of credit in Europe: national accounts, harmonised on the European Union level, only gives in fact statistics on the net flow of credit needed (that is : credit minus refunds) but not on gross flows. On the other side, the same national accounts do not allow to measure the expenses of households to acquire their homes. The GCF, in particular, does not include neither the site for building nor the gross amount of "second hand" homes. Diverse sources and estimations have been used.

In this report, statistics are given for each country from 1997 to 2003.

*On the **expenses** (for homes by households) side, distinctions have been made between:*

- *the acquisition expenses for new homes and related works, a result of the GCF and the value of necessary lands;*
- *the acquisition expenses for second-hand homes, consisting of the transaction value plus transfer taxes*

*On the **financing** side of these expenses, the study made a distinction between:*

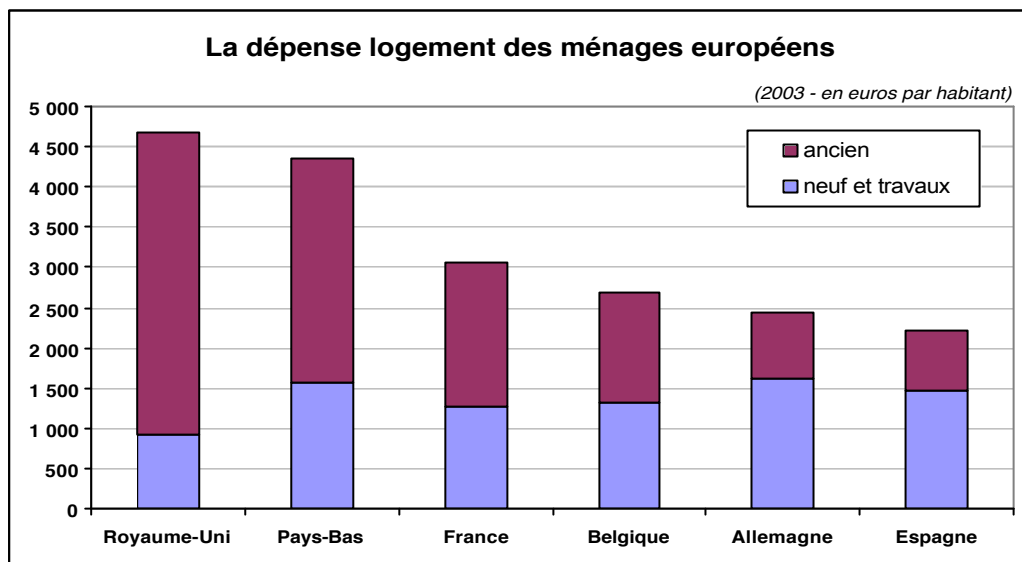
- *mortgage loans or housing loans, before re-negotiations*
- *direct subsidies*
- *personal financial contribution;*
- *However, the relative weight of direct subsidies is marginal and difficult to evaluate.*

The results are very enlightening.

*On the **expenses side**, they oppose three countries where the expenses are relatively moderate, close to 2500 € by person in 2003: Germany, Belgium and Spain. But the trend opposes Spain, where expenses have been more than doubled between 1997 and 2003, when in Germany, they have diminished by 13%. In Belgium, there has been an increase of 33%, where we see a high level of transfer taxes (17%).*

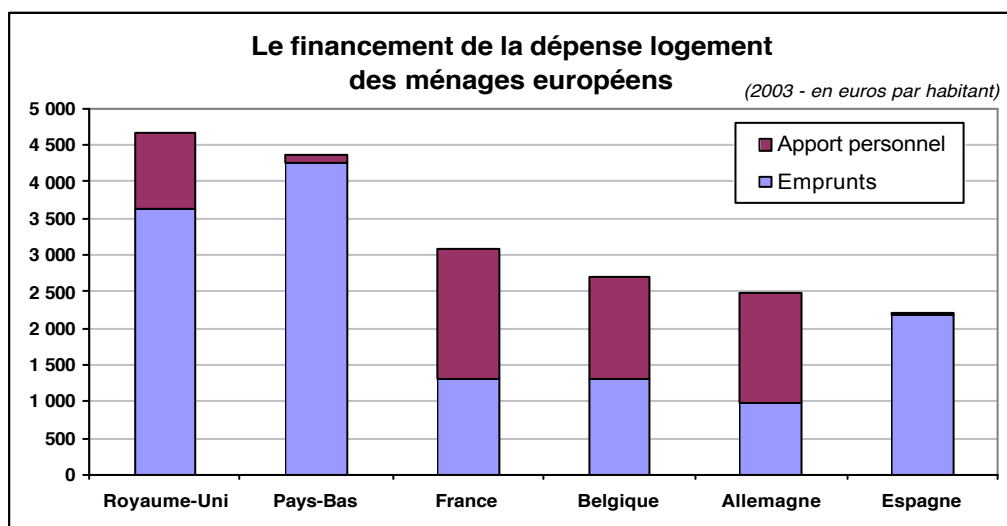
Deux pays – les Pays-Bas et le Royaume-Uni – se singularisent par une dépense très élevée, voisine de 4.500 euros par habitant en 2003. Cette singularité s'explique par le niveau des prix de l'immobilier qui pousse à la hausse la valeur des transactions sur l'ancien. La dépense d'acquisition de logements neufs et de travaux est en effet du même ordre de grandeur que dans les autres pays aux Pays-Bas, et est même inférieure au Royaume-Uni. La France se situe dans une position intermédiaire, avec une dépense d'acquisition de logement de 3.000 euros par habitant en 2003.

Two countries - the Netherlands and the United Kingdom - are quite noteworthy, in the fact that expenses are very high, close to € 4,500.00 by inhabitant in 2003. This specificity can be explained by the real-estate high prices which trend to high prices of transactions of second-hand houses. The level of prices for new homes' acquisitions and additional works is in fact quite on the same level than in the other countries, in the Netherlands, and even lower in the United Kingdom. France is at the average level, with homes' acquisition expenses of €3,000.00 by inhabitant.



Du côté du financement de cette dépense, les différences dans la dépense pour l'achat du logement se traduisent par un recours au crédit inégal, beaucoup plus important aux Pays-Bas et au Royaume-Uni que dans les autres pays. La faiblesse de l'apport personnel en Espagne et aux Pays-Bas en 2003 pourrait cependant résulter de la fragilité des hypothèses qu'il a été nécessaire de faire dans les estimations. En Allemagne, en Belgique et en France, l'apport personnel semble avoir un poids supérieur au recours au crédit. Au Royaume-Uni, le crédit a financé 77% de la dépense d'acquisition de logements par les ménages en 2003.

As far as financing is concerned, loans are quite uneven: much higher in the Netherlands and the United Kingdom than in other countries. The low level of personal contributions in Spain and in the Netherlands could be explained by some weaknesses of assumptions required to produce estimates. In Germany, Belgium and France, personal contributions seems to be higher than loans. In the United Kingdom, loans have financed 77% of homes' acquisitions expenses by households.



Une mise à jour de l'étude de 2004 de OEE Etudes sur l'endettement des ménages européens a été demandée par le Comité Consultatif des Services Financiers (CCSF). Cette étude a été présentée à la réunion plénière du CCSF le 13 décembre 2005 et publiée en août 2005. Alors que la première étude s'appuyait principalement sur des données de comptabilité nationale, la nouvelle étude contient des informations détaillées sur la concentration de l'endettement parmi les ménages allemands, français, britanniques et italiens, selon les profils sociodémographiques.

An update of the OEE Etudes 1994 on the debt of European households has been commissioned by the Conseil Consultatif des Services Financiers (CCSF). This study has been presented to the General Meeting of CCSF on December 13, 2005 and published in August 2005. At the difference of the first study which was mainly based on data from the National Accounts, this new study presents detailed information on the concentration of debt of German, French, British and Italian households, according to the socio-demographic profiles.

Tendances récentes de l'endettement des ménages

L'endettement des ménages européens, qui comprend essentiellement les crédits à l'habitat, les crédits à la consommation et les crédits professionnels, a progressé de 5,9% en 2002, de 6,2% en 2003 et de 8,7% en 2004. La poursuite de la baisse des taux d'intérêt a incité les ménages à recourir au crédit. Toutefois, les relèvements de taux intervenus en 2004 au Royaume-Uni ont ralenti depuis le dernier trimestre 2004 la croissance de l'endettement, qui avait été très vive dans ce pays depuis 1995.

European households' debt: recent trends

The debt of European households, which mainly corresponds to housing, consumption and professional loans, increased by 5.9% in 2002, 6.2 % in 2003 and 8.7% in 2004. The continuing downward trend of interest rates generated this increase. However, the increase of interest rates that happened in the UK in 2004 has impacted negatively households' debts in this country, which has been strong since 1995.

The strongest increases have been observed in Ireland, Greece and Spain, and the smallest in Germany.

Les progressions les plus fortes ont été enregistrées en Irlande, en Grèce et en Espagne et la plus faible en Allemagne. La progression en France, de 6,2% en 2003 et 8,6% en 2004, a été comparable à la moyenne européenne, mais elle s'est accélérée en 2005.

The three countries where the debt by person was the highest in 2004 are Denmark, the Netherlands and the United Kingdom. Modifications happened in the other countries during the last two years. The Spaniards for example are now more in debt than the French.

Les trois pays où l'endettement par habitant était à fin 2004 le plus élevé sont le Danemark, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Dans la suite de ce classement, des modifications sont intervenues depuis deux ans. C'est ainsi par exemple que les Espagnols sont désormais plus endettés que les Français.

Taux de croissance annuel de l'endettement des ménages				
<i>Annual Growth rate of households indebtedness</i>				
	2002	2003	2004	2005
	<i>(en %)</i>			
Autriche	4.8%	2.8%	7.8%	
Belgique	4.9%	5.4%	4.8%	
Allemagne	1.2%	1.7%	0.2%	0.2%
Danemark	6.4%	6.0%	10.6%	
Espagne	15.3%	18.4%	10.6%	28.9% (1)
Finlande	9.7%	13.0%	13.2%	
France	5.5%	6.2%	8.6%	11.1%
Grèce	32.2%	27.6%	28.5%	
Irlande	-	-	30.6%	
Italie	9.7%	10.2%	13.6%	11.7%
Luxembourg	-	-	10.2%	
Pays-Bas	9.0%	10.1%	9.3%	9.4% (1)
Portugal	11.6%	9.9%	6.9%	
Suède	7.8%	9.2%	10.0%	
Royaume-Uni	13.2%	13.0%	13.1%	9.8% (1)
Ensemble (2)	5.9%	6.2%	8.7%	

(1) Septembre 2005/ Septembre 2004 (2) Hors Irlande et Luxembourg
 Source : comptes nationaux, statistiques monétaires et calculs OEE

Les crédits hypothécaires ou à l'habitat ont continué de progresser vivement, de 7,7% en 2003 et de 11,1% en 2004, malgré la stabilisation des prix de l'immobilier dans plusieurs pays, comme aux Pays-Bas par exemple. Au Royaume-Uni, l'extraction de liquidité – ou « hypothèque rechargeable » selon la terminologie française – qui permet d'utiliser le crédit hypothécaire pour financer des dépenses de consommation, a représenté une part croissante de la mise en place de nouveaux crédits.

Mortgages and real-estate credits increased sharply (+ 7.7 in 2003, and + 11.1 in 2004), despite real-estate prices stabilisation in many countries, such as the Netherlands, for instance. In the United Kingdom the remortgaging which allows to use the mortgage to finance consumer expenses, represented a growing part of new credits.

Taux de croissance annuel de l'endettement à l'habitat Annual Growth rate of households housing debt

(en %)

	2002	2003	2004	2005
Autriche	6.6%	6.3%	14.8%	
Belgique ⁽²⁾	8.2%	9.2%	7.8%	
Allemagne	2.9%	2.7%	2.3%	2.1%
Espagne	14.2%	17.4%	21.0%	31.8% (1)
Finlande	13.3%	15.4%	15.2%	
France	8.0%	9.9%	13.6%	14.7%
Grèce	35.6%	25.0%	24.8%	
Irlande	ND	ND	33.4%	
Italie	23.5%	22.1%	19.8%	17.4%
Luxembourg	ND	ND	12.3%	
Pays-Bas	6.9%	6.9%	10.0%	9.8% (1)
Portugal	13.0%	2.4%	6.7%	
Royaume-Uni ⁽²⁾	13.5%	15.1%	13.2%	10.3%
Ensemble	7.3% ⁽³⁾	7.7% ⁽³⁾	11.1%	

Source : Banques Centrales Nationales, calculs OEE

(1) Sept. 2005/Sept. 2004 (2) Crédit hypothécaire (3) Hors Irlande et Luxembourg

La croissance du crédit à la consommation a été plus modérée que celle du crédit à l'habitat : + 2,5% en 2003 (soit une quasi-stabilité en termes réels) et + 8,7% en 2004. La croissance en France (+5,1%) a été supérieure à la moyenne européenne en 2003 mais nettement inférieure en 2004 (+4,2%). Une incitation fiscale décidée dans le cadre du plan de soutien à la consommation a été mise en place au deuxième semestre 2004, mais l'offre de crédit aux catégories de population ayant des revenus faibles ou incertains reste entravée par la réglementation du taux de l'usure, qui a un effet plus restrictif lorsque le niveau général des taux est faible que lorsqu'il est élevé.

The growth of consumer credit has been slower than the real-estate credit: + 2.5 % in 2003 (stable in real terms) and + 8.7% in 2004. The growth in France (+ 5.1 %) was above European average in 2003 but significantly below in 2004 (4.2%). A tax deduction included in a general plan to sustain consumption was introduced in the second semester of 2004, but the offer of credits to populations having small revenues or uncertain ones remains blocked by the rules regarding usury, which has more restrictive consequences when the general rates are low than when they are higher.

Taux de croissance annuel de l'endettement à la consommation Annual Growth rate of households consumer loans

(en %)

	2002	2003	2004	2005
Autriche	7.9%	-6.9%	15.1%	
Belgique	2.1%	1.6%	3.0%	
Allemagne	0.9%	2.9%	2.6%	-1.3%
Espagne	9.5%	6.1%	10.7%	17.2%
Finlande	5.0%	9.2%	9.9%	
France	2.7%	5.1%	4.4%	6.4%
Grèce	24.2%	27.2%	37.4%	
Irlande	-	-	20.6%	
Italie	9.8%	11.1%	15.4%	16.4%
Luxembourg	-	-	5.8%	
Pays-Bas	7.7%	9.6%	8.4% (1)	7.5% (1)
Portugal	-2.5%	10.4%	4.2%	
Royaume-Uni	12.0%	4.0%	12.6%	7.2%
Ensemble (2)	4.2%	2.5%	8.7%	

Source : Comptes nationaux statistiques monétaires et calculs OEE - Observateur Cetelem

(1) Septembre (2) Crédit hypothécaire (3) Hors Irlande et Luxembourg

L'analyse de la diffusion du crédit dans la population oppose le Royaume-Uni à l'Allemagne et surtout à l'Italie. Les Britanniques sont nettement plus nombreux à recourir tant au crédit hypothécaire qu'au crédit à la consommation non garanti (unsecured). Les ménages britanniques jeunes, à faible revenu et s'endettant pour de petits montants ont en particulier un accès au crédit plus large. La France se trouve dans une situation médiane. Selon l'enquête patrimoine de l'INSEE conduite fin 2003 et début 2004, 48% des ménages au total avaient au moins un crédit : 29,8% au titre du crédit habitat, 27,7% au titre du crédit à la consommation et 3,8% au titre du crédit professionnel.

Dans les quatre pays, le taux de détention de crédits hypothécaires ou à l'habitat est maximum dans les tranches d'âge comprises entre 35 et 44 ans. Le recours au crédit à l'habitat est plus fréquent dans les familles ayant des enfants, sans que le nombre d'enfants exerce une influence déterminante. Le taux de détention d'un crédit à l'habitat augmente avec le revenu, alors que pour le crédit à la consommation, il est maximum dans les tranches de revenu net mensuel comprises entre 3.000 et 4.000 euros.

Plus du tiers de ménages allemands endettés au titre du crédit à l'habitat (soit 9% de l'ensemble des ménages allemands, endettés ou non), et 27,5% des ménages britanniques (soit 11,5%, rapportés à l'ensemble de la population) le sont pour un montant supérieur à 100.000 euros. Seulement 12,6% des ménages français et 7,3% des ménages italiens ayant recours au crédit immobilier sont dans ce cas. En Italie et en France, l'encours d'endettement immobilier le plus fréquent est compris entre 25.000 et 50.000 euros. S'agissant du crédit à la consommation, l'encours d'endettement le plus fréquent est inférieur à 2.500 euros en Allemagne, en France et au Royaume-Uni.

The analysis of credit diffusion in the population opposes the United Kingdom and Germany and even more Italy.

More British people contact mortgage loans or unsecured consumer credits. Young and with lower revenues British households willing to borrow money even for a small amount have a much larger access to credit. France is in the average. According to the study on patrimony by INSEE conducted between the end of 2004 and the beginning of 2004, 48% of the total number of households had at least contracted one credit: 29.8% for real estate loans, 27.7% for consumer credits and 3.8% for professional credit.

In the four countries, the rate of mortgage and real-estate loans is maximal in ages ranging between 35 and 44. The debt for real-estates is more frequent in families with children, the number of children having no significant impact. The rate of debt for real-estate grows with the revenue, on the contrary of consumer credit, which is maximal in households having monthly revenue between 3,000 and 4,000 €.

More than one third of German households having contracted a real-estate loan (which means 9% of the total of German revenues, with or without debts,) and 27.5% of British households (11.5 % of the total population in Britain) have a debt of more than 100,000 €.

Only 12.6% of French households, and 7.3% of Italian households are in this case.

In Italy and France most of the real-estate loans are between 25,000 and 50,000 €.

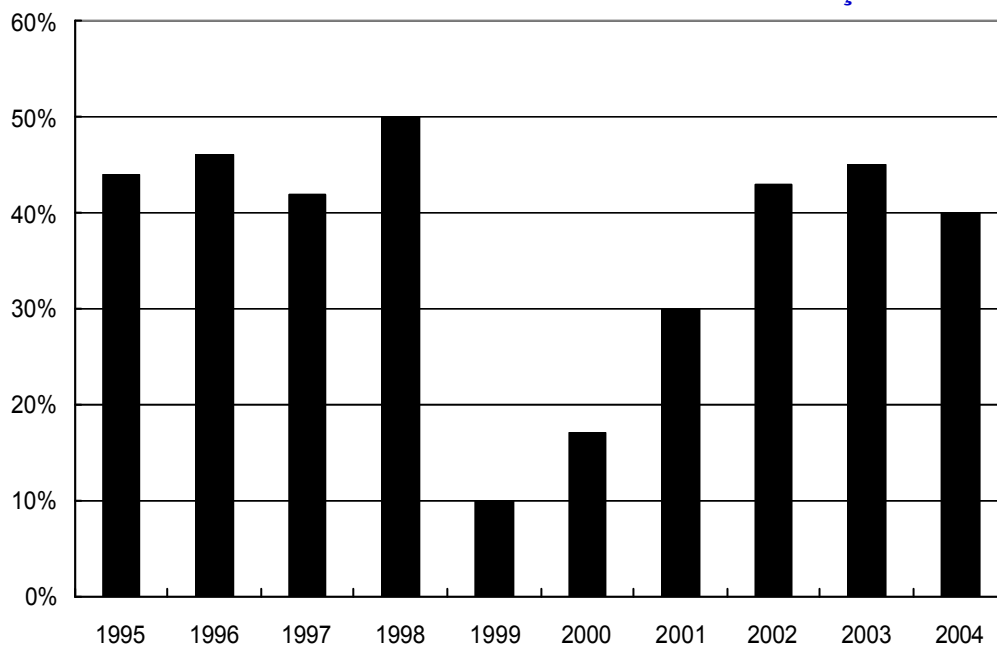
As far as the consumer credit is concerned, the maximal debt is less than 2,500 € in Germany, France and the United Kingdom.

A la demande du Commissariat Général du Plan, l'OEE a produit en 2005 un rapport sur les incitations publiques à investir en titres non cotés sur un marché organisé.

Selon la dernière estimation de la Banque de France utilisée pour les comptes nationaux en base 2000, les sociétés non financières ont émis chaque année de 14,8 milliards d'euros (en 1996) à 69,5 milliards d'euros (en 2003). On observe cependant depuis 2001 une certaine stabilisation de ces émissions, à un niveau compris entre 50 et 70 milliards d'euros.

L'investissement dans le non coté représente aujourd'hui une part significative du financement externe des firmes françaises (environ 40%). Les émissions d'actions non cotées sont devenues la composante la plus stable parmi les sources de financement externe des entreprises. Et depuis 2001, les levées de capitaux des sociétés non cotées l'emportent nettement sur les ressources en fonds propres fournies par le marché. Elles se réalisent soit par l'achat d'actions en direct soit par le biais de véhicules collectifs de type FCPR et FCPI. De nombreux acteurs économiques sont concernés : les particuliers, les institutionnels privés français, les institutionnels privés étrangers ainsi que les pouvoirs publics.

Part des émissions d'actions non cotées dans les sources de financement des sociétés non financières françaises



Source: Comptes financiers nationaux

La part des ménages dans le non coté :

Selon les dernières estimations de la Banque de France, les sociétés non financières seraient les principales détentrices d'actions non cotées (plus de 56 % de l'encours fin 2004), les ménages français détiendraient en direct moins de 10% des actions de sociétés non financières non cotées en Bourse. La base 2000 opère une révision de grande ampleur par rapport à la clef de répartition de la précédente base, selon laquelle les ménages en détenaient le quart.

On dispose aussi de données assez précises sur l'investissement des ménages dans les fonds spécialisés dans le capital investissement. Au 31 décembre 2004, on dénombrait 514 fonds à risques (FCPR), pour un total de plus de 11 600 OPCVM, parmi lesquels 144 fonds communs de placement pour l'innovation (FCPI) ; Ces fonds géraient 12,52 milliards d'euros, soit environ 0,6 % de l'encours des actions au passif des sociétés non financières non cotées. On dénombrait par ailleurs 31 fonds d'investissement de proximité (FIP) avec un montant de collecte négligeable de 36 millions d'euros fin 2004.

Les flux de capital-investissement ont sensiblement augmenté depuis 10 ans. Les investissements en France des fonds français se sont élevés à 4,6 milliards d'euros en 2004.

Enfin, même si le poids relatif du capital investissement dans le non coté demeure assez faible (d'un point de vue strictement numérique et non stratégique), la participation des ménages à la levée de fond dans le non coté est relativement importante. En 2003 et 2004, les ménages ont représenté plus d'un cinquième de la levée de fond de capital investissement contre moins d'un dixième au cours des cinq années qui précèdent. A titre de comparaison, les personnes privées ne représentent que 10 % de la levée de fond du private equity aux Etats-Unis.

Structure des levées de fonds du capital-investissement en France (%)

	1998-2002	2003	2004
Banque et assurance	50.5	30.5	43.8
Personnes privées	8.1	20.3	22.4
Fondations. fonds de fonds	13	11.8	14.9
Caisses de retraite	12.4	7.7	10.5
Entreprises	8.7	6	3.5
Autres	7.3	23.6	4.9

Source: AFIC

Les modes d'action public et leur ciblage

Certains dispositifs incitatifs sont ciblés spécifiquement sur la prise de risque inhérente à l'innovation, tels que le statut fiscal des jeunes entreprises innovantes ou les véhicules juridiques d'investissement dans le capital-risque / capital-investissement (FCPR, FCPI et SCR).

- L'État agit tout d'abord sur la structure des portefeuilles des titulaires d'épargne en liant l'accès aux avantages fiscaux à des investissements prédéfinis : Les SCR ou les FCPR (Sociétés de capital-risque et Fonds communs de placement à risque) doivent détenir au moins 50 % de leur portefeuille en actions ou obligations convertibles non cotées sur un marché réglementé ou bien cotées sur un marché européen organisé pour les petites capitalisations, comme Alternext par exemple ; Les FCPI (Fonds communs de placement dans l'innovation) ont un portefeuille constitué à 60 % de titres de sociétés non cotées innovantes ou cotées en tant que petites capitalisations sur un marché européen ;

- L'État met en place ensuite des avantages fiscaux qui récompensent la prise de risque, et qui tendent à accroître le rendement anticipé afin de favoriser l'entrée et la stabilité des personnes physiques qui investissent dans ces fonds : exonération ou taxation réduite des revenus réinvestis, des plus-values à long terme provenant du portefeuille dans une SCR ou de cession de parts de FCPR ; Remise d'impôt sur le revenu équivalant à 25 % des montants placés en FCPI.

- L'État garantit en outre la transparence fiscale des intermédiaires du capital-investissement : exonération de l'impôt sur les plus-values de titres réalisées par les SCR.

- Enfin L'État agit en faveur du développement d'un marché des valeurs de croissance, élément qui à travers l'introduction en Bourse agit sur la facilité de désinvestissement de l'industrie du capital-investissement et sa rentabilité espérée... mais peut aussi, il est vrai, entrer en concurrence directe avec cette industrie.

Ces incitations fiscales ciblées sont certes efficaces puisque les ménages ont contribué depuis 2 ans à plus de 20 % de la levée de fond du capital investissement alors qu'ils ne détiennent que 10% de l'encours des actions françaises non cotées. On peut s'interroger sur le point de savoir si les incitations fiscales actuelles sont suffisantes. Les investisseurs dans des Sociétés de Capital Risque ou des FCPR ne bénéficient pas d'avantages fiscaux à l'entrée. Seuls les investisseurs en parts de FCPI ou de FIP bénéficient d'une réduction d'impôt sur le revenu au moment de la souscription, mais cette réduction ne porte que sur 25% des montants investis dans la limite d'un plafond de 12.000 euros (24.000 euros pour un couple marié). Au Royaume-Uni, la réduction d'impôt sur le revenu accordée depuis 2004 aux investisseurs dans les Venture Capital Trust (VCT) est de 40% des montants investis et le plafond est à 200.000 livres sterling (voir encadré).

D'autre part, les entreprises sont les acteurs les plus importants en matière d'acquisition d'entreprise. Elles jouent donc de ce fait un rôle décisif pour assurer la liquidité du "non-coté"

et la sortie du capital-investissement. Or la quasi-totalité des dispositions fiscales destinées à renforcer les fonds propres des entreprises non cotées visent à inciter les particuliers à acquérir des actions non cotées, soit directement soit à travers des véhicules collectifs de capital investissement. Seule déroge à cette règle la loi de confiance et modernisation de 2004 qui contient une mesure applicable aux entreprises, mais que de façon transitoire, jusqu'au 31/12/05 : les entreprises qui ont investi entre mars et décembre 2005 au capital de PME innovantes non cotées ou en parts de FCPI, peuvent déduire de leur IS 2006, et ce dès l'acompte de décembre 2005, 25% des sommes versées, dans la limite d'un plafond de 2,5% de leur IS.

Les dispositifs qui encourageraient le rachat / transmission d'entreprise et donc la liquidation des titres non cotés s'appliquent aussi de manière exclusive aux personnes physiques et notamment aux salariés en tant que repreneurs de leur propre entreprise. La question qui se pose aujourd'hui est de savoir si ces aides doivent ou non être étendues aux entreprises, dans la mesure où celles-ci font partie des acteurs clés du marché secondaire à travers leurs stratégies de croissance externe.

Réflexions sur le ciblage

L'utilité des opérations de capital-investissement, qui ont de plus en plus contribué à la transmission d'entreprises dans les années récentes, ne saurait s'évaluer seulement en fonction de sa contribution globale au financement en fonds propres des sociétés non cotées. C'est le ciblage sur les entreprises ayant le plus grand potentiel de croissance, d'innovation et d'emploi qui importe. Or les critères d'éligibilité des entreprises donnant droit aux dégrèvements fiscaux sont multiples, et différents d'une incitation à l'autre. Les principaux critères d'éligibilité sont l'âge de l'entreprise, la taille mesurée par son effectif, son chiffre d'affaire ou son total de bilan, et le caractère innovant de son activité. Mais les indicateurs varient d'un dispositif à l'autre et souvent aussi dans le temps. La cohérence de l'action des Pouvoirs Publics n'apparaît pas donc pas clairement de l'examen des formes multiples que prend leur action.

Les critères d'éligibilité aux incitations fiscales les plus pertinents sont ceux qui s'appliqueraient à la catégorie d'entreprises dont la France manque par rapport aux autres pays européens : les entreprises « moyennes » au sens d'Eurostat, qui ont un effectif compris entre 50 et 250 millions d'euros et un chiffre d'affaires compris entre 10 et 50 millions d'euros ou une taille de bilan comprise entre 10 et 50 millions d'euros.

Les Venture Capital Trust (VCT)

Les VCT britanniques sont des fonds destinés à encourager, au moyen d'incitations fiscales, l'investissement en fonds propres dans des petites et moyennes entreprises qui ne sont pas cotées sur un marché financier organisé.

Les VCT sont exemptés de l'impôt sur les sociétés et sur les revenus générés par les plus-values.

Les incitations fiscales sont réservées aux particuliers, elles comprennent notamment :

- Exemption de l'impôt sur les dividendes lié à la détention de parts de VCT
- Réduction d'impôt de 40% des montants investis dans la limite de 200 000 livres depuis 2004 (auparavant la réduction était de 20% dans la limite de 100 000 livres)
- Les plus-values sont exemptées d'impôt.

Les entreprises éligibles doivent remplir les conditions suivantes :

- Les entreprises ne sont pas cotées (les entreprises cotées sur l'Alternative Investment Market sont considérées comme non cotées et donc éligibles).
- L'activité des sociétés éligibles est de nature industrielle et commerciale. Sont exclues les activités financières, immobilières, hôtelières, forestières, agricoles ainsi que les activités consistant à réaliser des services juridiques et comptables.
- La valeur du bilan ne doit pas dépasser 15 millions de livres avant l'investissement du fonds et ne doit pas excéder 16 millions après.
- Les firmes éligibles doivent être indépendantes, elles ne peuvent être contrôlées par une autre société.
- Les firmes éligibles peuvent contrôler des filiales si elles possèdent au moins 50% du capital de ces dernières (depuis mars 2004). Auparavant, le seuil exigé était de 75% du capital des filiales.

Comptes financiers trimestriels

La Direction des Etudes et Statistiques Monétaires et la Direction de la Balance des Paiements de la Banque de France ont présenté le 16 décembre 2006 les comptes nationaux financiers trimestriels du 2ème trimestre 2005. Une note d'analyse de ces comptes est disponible sur le site de la Banque de France : www.banque-france.fr (rubrique statistiques et enquêtes/comptes financier/comptes financiers trimestriels)

Dans sa base de données distribuée sous forme de CD-Rom avec son "Tableau de Bord de l'Épargne en Europe" l'OEE a constitué une base harmonisée des comptes financiers trimestriels de l'Espagne, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni. Les comptes financiers trimestriels allemands devraient être disponible courant 2006.

Tableau de Bord de l'Épargne en Europe

L'OEE a lancé en partenariat avec l'IEIF et Rexecode le premier numéro de son tableau de bord trimestriel de l'épargne en Europe en septembre 2006. Ce document rassemble les données les plus récentes sur les placements financiers par types de produits, le recours au crédit et les investissements non financiers dans les cinq plus grand pays européens.

Ce lancement a fait l'objet d'une conférence de presse le 29 septembre 2005.

Le second numéro du tableau de bord a été publié en février 2006.

La Lettre Economique et Financière (LEF) de l'AMF

Diffusée par internet à un rythme trimestriel depuis septembre dernier, la Lettre Economique et Financière (LEF) du département des Etudes de l'Autorité des Marchés Financiers est une publication bilingue (en français et en anglais) qui vise un public large ouvert aux questions d'économie financière. Adoptant un format synthétique, elle comporte trois parties. La première est dédiée à resituer les tendances conjoncturelles, d'ordre macroéconomique ou concernant plus spécifiquement les marchés d'actions ou obligataire. Une page "Risques" permet ensuite d'aborder des questions économiques d'intérêt réglementaire sur des sujets divers. Enfin, la section "Etude" permet de conduire des investigations plus approfondies, le dernier numéro ayant porté sur les fonds de pension aux Etats-Unis. La précédente LEF a abordé plus succinctement deux sujets d'étude, intitulés respectivement: "L'impact de

Quarterly financial accounts

On December 16th 2006 at the Bank of France were presented the French quarterly financial accounts for the second quarter 2005. An analysis of these accounts is available on the website of Bank of France: www.banque-france.fr (Section Statistics and Surveys / Financial Accounts / Quarterly Financial Accounts)

In its database delivered on a CD-Rom with its « Quarterly overview of savings in Europe », the OEE has elaborated harmonized tables with quarterly financial accounts for France, Italy, Spain and the United Kingdom. For Germany, the quarterly financial accounts should be available in 2006.

Overview of Savings in Europe

The OEE has launched with the IEIF and Rexecode the first issue of its « Quarterly Overview of Savings in Europe » on September 2006. This document gather the most recent data on financial investments by type of products, the indebtedness and non financial investments of households in the five biggest European countries.

A press conference has been organised for the launch of this first issue on September 29th 2005.

The second issue has been published on February 2006.

Economic and Financial Letter of the AMF

Published every quarter on its website since last september, the Economic and Financial Letter of the AMF (Research Department) is a French/English bilingual publication that is dedicated to a wide public interested in economic and financial issues. In a synthetic format, it is made up of three parts. The first one is describing the global economic situation and more precisely the financial markets (equities and bonds). A following page called « Risk » aims at pointing various topics that could have an interest in a regulatory point of view. Finally, the section « Analysis » focuses on different topics: the last issue was dealing with pension funds in The United States. The pervious issue of the « Economic and Financial Letter » had dealt with two topics: « The impact of financial education on individual saving behaviour: a review of the literature » and « Transfer agency and

l'éducation financière sur le comportement des individus en matière d'épargne : revue de la littérature" et "Gestion de passif des OPCVM : observations sur les pratiques en France". La LEF est téléchargeable à partir du site de l'AMF, sous la rubrique Publications / Lettre Economique et Financière, et est également disponible dans la rubrique équivalente du site en anglais.

Un certain nombre d'études antérieures, publiées dans le bulletin mensuel se trouvent en "tiré à part" (en français uniquement) dans la section "Publications / Etudes et analyses" du site où l'on trouvera également d'autres études telles que, par exemple, une comparaison de "La gestion institutionnelle en Europe et aux Etats-Unis" diffusée lors des entretiens de l'AMF en novembre dernier. A partir de la page d'accueil du site de l'AMF, un accès à une rubrique "Abonnements" est proposé qui permet d'être notifié par email des parutions d'une série de publications de l'AMF, au nombre desquelles figure la LEF.

Numéro de la REF sur l'industrie de la gestion d'actifs

Le numéro 79 de la Revue d'Economie Financière, publié fin 2005, est consacré à l'industrie de la gestion d'actifs. Ce numéro, préfacé par Philippe Wahl, comporte quatre thèmes:

- Les finalités de gestion
- Les techniques de gestion et les produits
- L'économie du métier
- La gestion d'actifs dans le monde.

Plusieurs articles ont été écrits par des responsables de l'AFG : son Président, Alain Leclair analyse les conséquences pour la gestion d'actifs du passage des régimes à prestation définie aux régimes à cotisation définie. Pierre Bollon, son délégué général, et Carlos Pardo, son directeur des études économiques présentent le dynamisme et le potentiel de croissance de l'industrie de la gestion en Europe. Jean-François Boulter, Président de sa Commission « Techniques de gestion » et Carlos Pardo proposent un « guide » de cette activité sous forme d'un glossaire raisonné.

Olivier Davanne, membre du Comité d'Orientation de l'OEE et Thierry Pujol ont rédigé un article sur l'allocation d'actifs face à la théorie et la pratique des primes de risque.

Hubert Reynier, Secrétaire Général adjoint de l'AMF brosse un tableau de la régulation internationale de la gestion d'actifs.

registrar services for investment funds: notes on French practices ». The Economic and Financial Letter can be downloaded from the AMF's website on the section Publications / Economic and Financial Letter.

Previous studies published in the Monthly Review can also be downloaded (in French Only) on the section Publications / Studies and Analysis. Moreover, from the home page of the AMF's website, an access to the section "To subscribe" allow users to be notified via e-mail of the latest AMF's publications such as the Economic and Financial Letter.

Issue of the REF (Revue d'Economie Financière) dedicated to the Asset Management industry

The Revue d'Economie Financière n°79, published late 2005, is dedicated to the asset management industry. With a foreword of Philippe Wahl, this issue is organised according to four topics:

- *The asset management's purpose*
- *Products and management's art*
- *The management economy*
- *Asset management in the world*

Several articles were written by representatives of the AFG. Alain Leclair, Chairman of the AFG, analyses the switch from defined benefit to defined contribution retirement schemes. Pierre Bollon, its general manager, and Carlos Pardo, its director of research, describe the development of the asset management industry in Europe. Jean-François Boulter, the chairman of the commission "techniques de gestion" and Carlos Pardo propose a guide to this activity, through a glossary of its main terms.

Olivier Davanne, a member of the Advisory Committee of the OEE, and Thierry Pujol, wrote an article on asset allocation and changes in risk premia.

Hubert Reynier, vice-General Secretary of the AMF describe international regulation of asset management.

News

Appel d'Offres de la Commission Européenne sur la gestion d'actifs

Le centre de recherche allemand ZEW et OEE Etudes ont remporté un appel d'offres de la Commission européenne pour la constitution d'une base de données sur la gestion d'actifs dans tous les pays européens. Ces données, qui viendront notamment alimenter une étude du Cabinet Oxera sur les tendances de la gestion d'actifs en Europe, seront disponibles à l'automne 2006.

Call for tenders of the European Commission on the Asset Management Industry

The Center for European Economic Research (ZEW) in Mannheim and OEE-Etudes have been chosen by the European Commission to elaborate a database on Asset Management Industry in all European Countries that should be available in autumn 2005. Following this data collecting, a study will be achieved by the consultancy Oxera.



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Chairman of the Board	Jacques de Larosière
Vice-Chairman	Alain Leclair
Chairman of the Advisory Committee	Christian Gollier
Secretary General	Pierre Bollon
Treasurer	Philippe Trainar
Director	Didier Davydoff D.Davydoff@oee.fr
Statistician-Economist	Grégoire Naacke G.Naacke@oee.fr
Support	Chantal Gautron C.Gautron@oee.fr

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE



33, rue de Miromesnil • 75 008 Paris

Tel: +33(0)1 43 12 58 00 • Fax: +33 (0)1 43 12 58 01

www.oee.fr