



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

# **EPARGNE ET INVESTISSEMENT EN EUROPE 1995-2000**

**Etude subventionnée  
par la Commission des Communautés européennes**

André Babeau  
Auguste Mpacko Priso

Décembre 2001

**RESUME - CONCLUSION**

Entre 1995 et 1999, les analyses ont pu porter sur douze des quinze pays de l'Union européenne : ni les comptes « réels », ni les comptes financiers de l'Irlande, de la Grèce et du Luxembourg n'étaient en effet disponibles, pour cette période, à la fin de l'année 2001.

Pour l'année 2000, les comptes « réels » et financiers n'ont pu être obtenus que pour huit pays : les comptes de l'Autriche, du Danemark, de l'Italie et du Portugal n'étaient en effet pas disponibles au début du mois de décembre 2001.

\*

\*

\*

## UN COUP D'ŒIL RAPIDE

Avant d'entrer dans un plus grand détail, les principales conclusions de l'étude peuvent être grossièrement résumées comme suit.

Depuis 1997, la **capacité de financement** de l'Union européenne à l'égard de l'extérieur a reflué en raison d'une certaine reprise de l'investissement. En 2000, elle apparaît comme très modeste.

**Entre 1995 et 1999**, on assiste à une baisse assez nette du taux d'épargne des ménages européens, pratiquement compensée par la réduction du besoin de financement des administrations. Les ménages, quant à eux, ont développé leur recours au crédit. Du côté de leurs « emplois », les taux d'investissement « physique » se maintiennent très bien, cependant que les taux de placements financiers ont tendance à se tasser. Cette baisse est cependant compatible avec une croissance soutenue du patrimoine financier, car aux nouveaux placements viennent s'adjoindre des plus-values substantielles dues à la bonne tenue des marchés boursiers.

En matière de choix de placements financiers des ménages, cette période s'oppose aux premières années de la décennie 1990 : les dépôts bancaires et les produits de taux reculent de façon assez générale, cependant que la part des actifs risqués y prend de l'importance sous diverses formes (actions détenues en direct, fonds d'investissement à supports actions, contrats d'assurance-vie en unités de compte).

Au total, les changements dans la composition des patrimoines financiers des ménages sont très importants, sauf au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et au Danemark, pays qui en matière d'assurance-vie et/ou de fonds de pension étaient déjà « en avance » par rapport aux autres. Chez ces derniers, l'assurance-vie a, au cours de la période, effectué une sorte de « rattrapage », souvent lié aux inquiétudes apparues en ce qui concerne l'avenir des régimes obligatoires de protection vieillesse gérés en « répartition ».

**L'année 2000**, avec le début de retournement du marché boursier, a été partout marquée par un fort freinage de la croissance des patrimoines financiers. En matière de choix de placements, les pays étudiés se sont à peu près partagés par moitié : moitié d'entre eux ont vu les ménages opérer des placements analogues à ceux qui caractérisaient la période précédente (poursuite des placements en actifs plus risqués). L'autre moitié faisaient, au contraire, déjà apparaître un souci de sécurité en revenant sur les produits bancaires, les fonds d'investissements à supports obligataires et même, dans certains cas, sur des contrats traditionnels d'assurance-vie. L'année 2000 apparaît ainsi comme une année de transition : on sait qu'en 2001, avec l'approfondissement du marasme boursier, c'est le second type de comportement de placements qui se généralisera.

Quant au passif des ménages, mesuré en fin de période par son rapport à leur revenu disponible, l'éventail des situations en Europe paraît largement ouvert : de près du double du revenu disponible (Danemark) au tiers seulement (Italie). Mais la durée moyenne de ces passifs, encore mal connue, est aussi très variable. En termes de charges de remboursement, toujours mesurées par rapport au revenu disponible, il est probable que les écarts sont nettement moins importants.

## **EPARGNE GLOBALE ET INVESTISSEMENT GLOBAL**

---

### ***Épargne et investissement dans la zone euro entre 1995 et 2000 : stabilité de l'épargne, légère reprise de l'investissement et donc reflux de la capacité de financement***

Entre 1995 et 2000, le **taux d'épargne** des onze pays de la zone euro, mesuré par rapport au PIB, n'a guère varié, se maintenant d'une année sur l'autre très près de 22%. Mais la structure par secteurs de cette épargne s'est assez profondément modifiée : le secteur des ménages a en effet fortement reculé, passant de 54 à 44% de l'ensemble de l'épargne brute. Au cours de la même période, la place de l'épargne des sociétés non financières recule également, mais dans une bien moindre proportion : de plus de 44% du total en 1995, à moins de 41%. En revanche, en raison des critères budgétaires fixés par le Traité de Maastricht, la part des administrations publiques, progresse à mesure que l'on s'approche de la date du 1<sup>er</sup> janvier 1999 : proche de zéro en 1995, cette part dépasse probablement 10% de l'épargne brute de la zone en 1999 et 2000.

**L'investissement brut** s'est, quant à lui, légèrement redressé dans la zone au cours des cinq dernières années, passant de 20,6% en 1995 à 21,3% pour l'année 2000. La structure par secteurs de cet investissement s'est moins modifiée que celle de l'épargne brute de la zone. Toutefois, l'investissement des sociétés non financières a gagné plus de quatre points de pourcentage, passant de 52,4% du total de l'investissement brut à 56,8% en 2000. Ces points ont été gagnés, de façon à peu près équilibrée, sur les ménages dont la part perd un peu moins de deux points et sur les « autres secteurs » (administrations publiques et sociétés financières) dont la part perd un peu plus de deux points.

S'agissant de la **capacité de financement** des pays entrés dans la zone euro en 1999, c'est globalement en 1997 qu'elle a été le plus élevée (environ 2% du PIB de la zone). Elle a reflué depuis, n'atteignant que 0,7% du PIB en 2000. Ce reflux est dû à la fois à l'augmentation du besoin de financement des sociétés non financières et à la diminution de la capacité de financement des ménages. Les « autres secteurs » ont une légère capacité de financement en 1999 et 2000, alors qu'il faisaient encore ressortir de forts besoins de financement entre 1995 et 1997.

***Épargne et investissement dans les pays de l'Union européenne : des niveaux assez variables d'un pays à l'autre et qui ne se sont guère rapprochés***

Mesurée par rapport au PIB, l'épargne nationale des différents pays s'est maintenue au cours de la période. Cela signifie aussi que les écarts importants observés entre pays en début de période se retrouvent en fin de période : par exemple, 26% en Belgique contre 16% seulement au Royaume-Uni. Quant aux taux nationaux d'investissement, ils ont tendance à augmenter dans une majorité de pays européens, mais là encore les écarts entre pays restent importants. Au total, huit pays sur douze font apparaître assez régulièrement sur la période des capacités de financement.

***Des compositions sectorielles de l'épargne assez différentes d'un pays à l'autre, alors que la composition de l'investissement paraît peut-être un peu moins dispersée***

Presque partout la part de l'épargne des ménages a reflué ; en sens inverse celle de l'épargne des administrations publiques s'est nettement redressée, en liaison avec l'application des critères du traité de Maastricht. En fin de période, l'écart est cependant très important entre les pays où la part de l'épargne des ménages reste élevée (Allemagne, Italie, France et Autriche) et ceux où elle apparaît comme beaucoup plus réduite (Royaume-Uni, Suède, Finlande, Danemark).

S'agissant de la composition sectorielle de l'investissement, celle-ci apparaît pratiquement stable dans le temps dans dix pays sur douze. Dans la comparaison entre pays, les différences sont sans doute un peu moins accentuées qu'en ce qui concerne la structure de l'épargne ; toutefois la part des investissements des ménages est de l'ordre du tiers en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas, alors qu'elle est inférieure à 12% dans un pays comme la Suède en raison de la spécificité du statut d'occupation du logement.

## **RESSOURCES ET EMPLOIS FINANCIERS DES MÉNAGES**

---

***Des différences fort importantes entre pays quant à l'épargne des ménages et à leur recours au crédit : l'épargne et le crédit apparaissent sur moyenne période comme au moins partiellement substituables l'un à l'autre***

En 1995, les **taux d'épargne** (bruts de la consommation de capital) apparaissent comme très dispersés : encore près de 23% en Italie et moins de 7% au Danemark. En 1999, la plupart des taux d'épargne ont baissé, mais la dispersion n'a pas diminué : on est en effet aux alentours de 16% pour des pays comme l'Allemagne, la Belgique, l'Italie, la France et les Pays-Bas, mais seulement à 5% au Royaume-Uni et à moins de 4% au Danemark.

Les seuls pays à avoir approximativement maintenu leur taux d'épargne sur la période 1995-1999 sont l'Allemagne et la France.

Symétriquement, le **recours au crédit** – mesuré par le rapport de la variation de passif au revenu disponible – s'est assez généralement développé au cours de la période 1995-1999. Cela a été tout particulièrement le cas dans des pays comme le Danemark, les Pays-Bas, l'Espagne et le Portugal, mais aussi, à un moindre niveau, celui de la Suède, du Royaume-Uni et même de la Finlande, de l'Italie et, au moins en 1999, de l'Autriche. Cette tendance a, en revanche été moins nette dans des pays comme l'Allemagne, la France et la Belgique.

En **2000**, dans la plupart des pays, les taux d'épargne ont continué de se tasser par rapport à 1999, avec toujours les exceptions de l'Allemagne et de la France. Quant au taux de recours au crédit, ils se sont, dans l'ensemble, maintenus par rapport à 1999.

L'évolution dans le **temps** du taux moyen d'épargne et du taux moyen de recours au crédit en Europe fait apparaître clairement **une relation de substitution entre les deux grandeurs** : entre 1995 et 2000, le taux moyen d'épargne baisse et le taux moyen de recours au crédit augmente. La relation, dans **l'espace**, entre les deux grandeurs est la même : pour la période considérée, les pays qui ont, en moyenne,

un taux d'épargne élevé ont, en revanche, un taux de recours au crédit assez faible et symétriquement.

Cette substitution rencontre cependant certaines limites : dans l'espace, l'observation montre en effet que les taux d'accumulation (somme du taux d'épargne et du taux de recours au crédit) sont les plus élevés dans les pays à fort taux d'épargne : la moindre place de l'épargne ne semble ainsi que partiellement compensée par l'augmentation du recours au crédit. Une même observation peut être globalement faite sur les évolutions temporelles.

Cette constatation d'une substituabilité, en moyenne période, du crédit à l'épargne laisse cependant entière la question de la causalité sous-jacente : est-ce parce que le taux d'épargne des ménages a baissé qu'ils ont dû davantage recourir au crédit ou bien, est-ce parce qu'ils ont davantage utilisé le crédit que leur taux d'épargne a reflué ? Sur la période étudiée, nous donnerions peut-être une préférence à l'explication par « l'effet d'offre » : un accès plus facile au crédit (baisse des taux, concurrence entre établissements, diversification des types de crédit) pourrait être à l'origine de la baisse des taux d'épargne. D'un pays à l'autre, une interprétation très simpliste consisterait à dire que, toutes choses égales d'ailleurs, dans les pays où la durée des prêts est longue, l'endettement est considérablement facilité et le taux d'épargne s'en trouve abaissé d'autant (et vice versa).

**Des « taux d'accumulation » qui d'un pays à l'autre varient presque du simple au triple sans qu'on puisse réellement identifier leurs déterminants, mais qui manifestent une certaine tendance à la baisse**

Au cours de la période 1995-1999, le **taux d'accumulation** – grosso modo, somme du taux d'épargne et du taux de recours au crédit – ne dépasse guère en moyenne 12% du revenu disponible brut en Suède, alors qu'il est pratiquement de 34% aux Pays-Bas. On observe certes que, dans les pays où le taux d'accumulation est élevé, le taux d'épargne est lui-même souvent important ; mais cela n'est pas une règle générale : un pays comme le Portugal a un taux d'accumulation très élevé avec un taux d'épargne modeste. On ne peut d'ailleurs pas dire qu'un taux d'accumulation faible correspond à une croissance modeste du patrimoine brut car la faiblesse de la

croissance en « volume » peut être compensée, même sur plusieurs années, par l'augmentation des prix relatifs de certaines catégories d'actifs.

Globalement, sur données pondérées, le taux d'accumulation reflue de 1,2 points de pourcentage entre 1995 et 1999.

***Des « emplois » des ménages où, sauf exception, l'investissement physique ne varie qu'assez faiblement dans l'espace et dans le temps, alors que la variabilité des placements financiers apparaît comme bien supérieure***

Dans le **temps**, entre 1996 et 2000, le **taux d'investissement « physique »** des Européens (en données pondérées) fait apparaître une très légère tendance à la hausse, passant de 9,1% du revenu en 1997 à 9,5% en 2000 : il faut donc en fait plutôt parler de stabilité. Dans **l'espace**, d'un pays à l'autre (Suède et Finlande mises à part en raison de leur spécificité en matière de statut d'occupation du logement), les taux d'investissement moyens sur la période varient de 1 à 2 et huit pays sur douze se tiennent dans un intervalle de variation plus réduit encore.

Cette relative stabilité des taux d'investissement dans l'espace et le temps est en contraste marqué avec la **forte variabilité des taux de placements financiers**. Dans le **temps**, le taux de placements financiers des Européens (en données pondérées) culmine à 12,3% en 1997 et tombe à 9,4% en 2000, soit une diminution de près de 3 points : ce sont donc les placements financiers qui ont subi intégralement les conséquences de la baisse du taux d'accumulation signalée plus haut. Dans **l'espace**, d'un pays à l'autre, de forts écarts apparaissent qui se situent souvent dans un intervalle allant de 1 à 5. Les Pays-Bas, la Belgique, le Portugal et l'Espagne sont, sur la période étudiée, les pays qui ont les taux de placements financiers les plus élevés (plus de 13% du revenu en moyenne). A l'opposé, on trouve la Finlande, le Danemark, la Suède et l'Autriche à moins de 10%.

S'agissant finalement des relations entre investissements physiques et placements financiers, les observations faites dans le **temps** nous amènent à conclure à une relative stabilité du taux d'investissement physique, cependant que le taux de placements financiers semble largement répercuter les variations du taux

d'accumulation. Dans l'**espace**, d'un pays à l'autre, taux d'investissement et taux de placements financiers semblent plutôt lier par une relation de complémentarité, mais cette relation est lâche.

En ce qui concerne plus particulièrement l'**année 2000**, le taux d'accumulation continue de se tasser légèrement par rapport à 1999, ce tassement se répercutant, comme au cours des années antérieures, sur le seul taux de placements financiers.

## ***EVOLUTION DES PATRIMOINES FINANCIERS DES MENAGES***

---

### ***Une croissance rapide des patrimoines financiers entre 1995 et 1999, mais un sérieux freinage en 2000***

Sur la période étudiée, la croissance des patrimoines financiers a été, en moyenne, très soutenue entre 1995 et 1999 : les taux de placements financiers, bien qu'en baisse, y sont encore élevés et, surtout, la présence de plus-values constitue un apport qui est devenu spécialement important au cours des années 1997, 1998 et 1999.

2000 marque, à cet égard, la fin d'une période : la croissance des patrimoines financiers se tasse brutalement par rapport aux quatre années précédentes et, dans certains pays (Royaume-Uni, Suède), elle devient même nettement négative. Certes, les taux de placements financiers continuent de baisser par rapport à 1999, dans la plupart des pays étudiés, mais la raison principale de l'inflexion de l'année 2000 est évidemment le retournement du marché boursier apparu en cours d'année : fin 2000, les indices de tous les marchés européens sont (plus ou moins) inférieurs à leur niveau de début d'année. Or, dans beaucoup des pays étudiés, les patrimoines financiers sont devenus plus sensibles à ces évolutions (voir, plus loin, l'augmentation des portefeuilles d'actions détenus en direct ou de façon médiate – fonds d'investissement « actions » et contrats d'assurance-vie en unités de compte).

En niveau, fin 2000, les patrimoines financiers par tête varient encore de près de 1 à 4 avec d'un côté des patrimoines modestes (le Portugal est la lanterne rouge) et, de l'autre, des patrimoine fort élevés (Belgique, Pays-Bas, Royaume-Uni). Sur la période 1995-2000, on ne peut guère parler, à cet égard, de convergence : certes, plusieurs pays à patrimoines relativement modestes font apparaître des taux de croissance élevés (l'Espagne, la Suède et la Finlande ont ainsi un taux de croissance nominal qui se situe aux alentours de 13%), mais les trois pays les plus « riches » ont des croissances de l'ordre de 10%. Si convergence il y a, elle ne saurait donc être qu'assez lente.

***Des passifs qui se sont alourdis au cours de la période, mais qui sont encore apparemment très différents d'un pays à l'autre ; il y a probablement moins d'écart entre les charges de remboursement***

La croissance du passif des Européens a été forte entre 1995 et 2000 : cette croissance soutenue s'explique évidemment par l'augmentation du taux de recours au crédit signalée plus haut qui, elle même, tend à compenser une baisse de l'épargne. **Cette croissance relative du passif varie cependant selon l'instrument d'observation utilisé.** Le ratio passif total/ revenu disponible est presque partout en augmentation : mais cette augmentation est nulle en Finlande et faible en France, en Italie et même en Belgique ; elle est très forte au contraire aux Pays-Bas, en Espagne et au Danemark. Quant au ratio passif total/patrimoine financier, il a plutôt tendance à décroître : il n'augmente en effet que dans deux pays sur onze (les Pays-Bas et l'Espagne). Cela est évidemment dû au fort dynamisme du patrimoine financier qui a été souligné plus haut.

En fin de période, les écarts de **passif par tête** demeurent très importants, de l'ordre de 1 à près de 6 (entre les Danois, globalement très endettés, et les Italiens peu portés au crédit à la consommation). Pour expliquer ces écarts, il faudrait recourir à de nombreux facteurs tenant à la demande comme à l'offre de crédits. Parmi les divers « effets d'offre », on mentionnera les différences de durée des prêts à l'habitat au moment de la souscription : 30 ans, par exemple, au Danemark, mais 10 seulement en Italie. La durée des prêts à la consommation varie aussi d'un pays à l'autre (une forte proportion de ces prêts dépasse trois ans en Allemagne). Les différences entre les charges annuelles de remboursement, en pourcentage du revenu disponible, pourraient ainsi être nettement inférieures à celle qui apparaissent dans les ratios passif/revenu disponible.

***Des tendances communes dans les choix de placements financiers entre 1995 et 1999 : développement de l'assurance-vie et des placements à supports actions, reflux des placements bancaires et des emprunts publics***

Les changements d'affectation dans les flux nouveaux de placements financiers enregistrent fidèlement chaque année les éventuelles modifications dans les choix de produits financiers par les ménages et/ou dans les produits offerts. Entre 1995 et 1999, des tendances communes apparaissent dans la plupart des pays européens, tendances qui s'opposent parfois assez nettement aux caractéristiques des comportements des années antérieures à 1995 :

- ♦ recul des souscriptions et des achats nets **d'emprunts publics** (baisse des taux d'intérêt et meilleure maîtrise des finances publiques), en général non contrebalancé par des souscriptions et achats nets de titre privés ; ce recul a été très spectaculaire en Italie, mais encore important en Belgique, en Finlande et même en Allemagne ;
- ♦ augmentation des souscriptions et des achats nets **d'actions cotées** (les informations sur les actions non cotées restent très incomplètes) due aux opérations de privatisation et à la bonne tenue des marchés boursiers ; cette augmentation a été, par exemple, sensible en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique, mais ce sont au contraire d'importantes ventes nettes qui sont apparues au Royaume-Uni ;
- ♦ forte augmentation des achats de parts de **fonds d'investissement** ; en 1998 et 1999, il s'est souvent agi de fonds d'investissement à supports « actions » ; en moyenne, sur la période 1995-1999, les fonds d'investissement ont représenté plus des quatre cinquièmes des flux de placements des ménages en Italie, les deux cinquièmes en Espagne, un quart en Belgique, près d'un cinquième en Allemagne et en Finlande ;
- ♦ c'est que de nombreux réseaux bancaires se sont mis à proposer ces produits plutôt que de voir fondre une clientèle qui, en raison de la baisse des taux d'intérêt, abandonnait progressivement les produits bancaires traditionnels ;

- ♦ devant les fonds d'investissement, ce sont tout de même les **contrats d'assurance-vie** qui remportent le plus de succès sur la période 1995-1999 : les placements en assurance-vie et sur les fonds de pension – la distinction entre les deux est souvent difficile – ont en effet représenté, en moyenne, plus de 75% des placements financiers des Britanniques et des Suédois, plus de 60% des placements des Néerlandais et des Français, plus de 40% des placements des Allemands, autour du tiers des placements des Finlandais et des Portugais et encore autour de 25% des placements des Belges et des Italiens ; à partir de 1996-1997, à part l'Allemagne, les **contrats en unités de compte** ont joué le rôle de locomotive de l'assurance-vie dans une majorité de pays où ils s'étaient peu développés jusque là.

Au total donc, au cours de ces cinq années, il n'est pas niable que, à quelques exceptions près, on a vu se dessiner des tendances communes dans l'affectation des nouveaux placements des ménages européens. Celles-ci résultent de l'action de nombreux facteurs : baisse des taux d'intérêt, privatisation d'entreprises publiques, bonne tenue des marchés boursiers, diversification de l'offre des produits de placement, durcissement de la concurrence entre réseaux collecteurs, en particulier entre les banques et les compagnies d'assurance qui, les unes et les autres, se sont efforcées d'élargir leur gamme de produits.

***En 2000, rupture dans les choix de placements dans certains pays, continuité dans d'autres***

Au retournement boursier intervenu au cours de l'année 2000, les ménages ont réagi différemment d'un pays à l'autre. Dans certains pays, cette année a déjà été marquée par une certaine rupture avec les choix de placements caractéristiques de la période antérieure : c'est le cas de l'Italie, de l'Espagne, du Portugal, des Pays-Bas et de la Finlande. Dans ces différents pays, la recherche de la sécurité se manifeste en prenant des formes diverses : baisse des achats d'actions, retour aux placements bancaires, aux fonds d'investissement à supports obligataires et parfois aux contrats d'assurance-vie à taux garanti. Dans d'autres, au contraire, le cours nouveau n'est guère perceptible : il s'agit du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France, de la Belgique et de la Suède. Dans ces pays, les souscriptions d'actions ou de fonds d'investissement à supports actions restent importantes et la place des

unités de compte se maintient dans les nouveaux versements sur l'assurance-vie. Il faudra attendre, dans ces pays, les tout derniers mois de 2000 et surtout les premiers de 2001 pour que, la crise des valeurs TMT s'approfondissant et se communiquant à l'ensemble des compartiments de la cote, la recherche de sécurité de la part des ménages se manifeste par des comportements analogues à ceux que nous venons d'évoquer pour le premier groupe de pays.

***La composition des patrimoines : dans une très forte majorité de pays, des changements importants***

Les comportements de placements financiers des Européens entre 1995 et 2000 ont, on l'a dit, été assez différents de ceux qui avaient été observés au cours des années antérieures. Les plus-values boursières ont, de leur côté, joué un rôle beaucoup plus important qu'au cours des années 1990-1994. Il n'est donc pas surprenant que, dans une forte majorité de pays (huit sur les onze étudiés), la composition des patrimoines financiers des ménages se soit profondément transformée.

Dans trois pays, les modifications de la composition du patrimoine financier sont cependant restées modérées ; il s'agit du **Royaume-Uni**, des **Pays-Bas** et du **Danemark**. Il s'agit, dans les trois cas, de pays où les placement en assurance-vie et fonds de pension représentent, dès la fin de 1995, autour de la moitié du patrimoine financier : cette part s'est maintenue ou a même encore un peu augmenté entre 1995 et 2000. L'intermédiation bancaire qui était déjà modeste en 1995 (autour du quart seulement du patrimoine financier au Royaume-Uni et aux Pays-Bas) a dès lors reculé moins qu'ailleurs et le même constat peut être fait pour la part des portefeuilles obligataires. Quant à la part des actions et fonds d'investissement, elle atteignait déjà entre le cinquième et le quart des patrimoines financiers en 1995 : elle s'est simplement maintenue ou n'a fait apparaître qu'une modeste croissance.

Dans les **huit autres pays**, les modifications de la composition des patrimoines financiers est beaucoup plus spectaculaire : fort ou très fort recul de l'intermédiation bancaire, reflux prononcé des portefeuilles obligataires – les « volumes » et les « prix » jouent ici dans le même sens (faible placements et peu ou pas plus-values en capital). Par contre, les placements sur supports actions voient leur part s'accroître substantiellement – les « prix » tiennent souvent ici une place plus

importante que les « volumes ». Et la part de l'assurance-vie, à des niveaux encore très divers, s'accroît sur la période.

La palme du changement revient ici à l'Italie : plus de 40% de dépôts en banque fin 1995, 25% seulement en 2000 ; plus de 25% de titres d'emprunts publics en 1995, 8% seulement en 2000 ; 17% seulement d'actions et de parts de fonds d'investissement fin 1995, 43% en 2000 ! Mais l'Espagne, la Suède et la Belgique font également apparaître des changements très importants. Dans le registre des patrimoines traditionnels, l'évolution qu'a connue l'Autriche mérite aussi d'être mentionnée : certes les dépôts bancaires, qui représentaient 60% du patrimoine financier fin 1995, forment encore près de 50% de ce patrimoine fin 2000 ; mais, dans le même temps, la part du portefeuille obligataire passait de 15 à moins de 7%, celle du portefeuille d'actions se hissait de moins de 6 à plus de 15% et celle des fonds d'investissement était presque triplée pour atteindre près de 11% en fin de période.