



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



## SOMMAIRE

<b>RESUME-CONCLUSION .....</b>	<b>I</b>
<b>INTRODUCTION : LES DIFFICULTES STATISTIQUES RENCONTREES.....</b>	<b>1</b>
<b>CHAPITRE 1 - EPARGNE ET INVESTISSEMENT EN EUROPE.....</b>	<b>7</b>
<b><i>1. Epargne et investissement de la zone euro.....</i></b>	<b>9</b>
1.1. La structure sectorielle de l'épargne a davantage changé que celle de l'investissement.....	9
1.1.1. Structure sectorielle de l'épargne brute : baisse de l'épargne des ménages, augmentation de celle des administrations .....	11
1.1.2. Structure sectorielle de l'investissement brut : stabilité de l'épargne des ménages, une certaine remontée de l'investissement des entreprises non financières .....	14
1.2. Capacités et besoins de financement : diminution de la capacité de financement des ménages et réduction du besoin de financement des administrations .....	16
1.3. La capacité ou le besoin de financement de la balance courante de la zone ne disent qu'une partie de l'histoire .....	18
<b><i>2. Epargne et investissement dans les douze pays de l'Union européenne .....</i></b>	<b>21</b>
2.1. Epargne brute et investissement brut dans les différents pays étudiés .....	21
2.1.1. L'importance relative de l'épargne brute: des écarts encore considérables entre pays .....	21
2.1.2. L'importance relative de l'investissement brut selon les pays : des différences comparables à celles qui caractérisent l'épargne .....	23
2.1.3. Capacité ou besoin de financement : des situations contrastées d'un pays à l'autre .....	25

2.2. Structures sectorielles de l'épargne brute et de l'investissement brut dans les différents pays étudiés .....	27
2.2.1. Composition de l'épargne : de grosses différences dans l'espace et d'importantes évolutions dans le temps .....	27
2.2.2. Composition de l'investissement : une assez grande stabilité dans le temps et peut-être moins d'écarts d'un pays à l'autre .....	30
2.2.3. Besoins ou capacités de financement : un schéma traditionnel et des situations déviantes .....	32
 <b>CHAPITRE 2 - L'ÉVOLUTION DU COMPORTEMENT D'ÉPARGNE, D'INVESTISSEMENT ET D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES EUROPEENS.....</b>	<b>35</b>
<b>1. L'évolution des comportements des ménages entre 1995 et 1999 .....</b>	<b>38</b>
1.1. L'évolution des taux d'accumulation : des taux très différents d'un pays à l'autre, plutôt orientés à la baisse.....	38
1.2. L'évolution des « ressources financières » : le crédit a tendance à se substituer à l'épargne.....	43
1.2.1. Une évolution des taux d'épargne orientée à la baisse .....	43
1.2.2. Des taux de recours au crédit orientés à la hausse.....	47
1.2.3. Les relations entre épargne et crédit : dans l'espace et dans le temps, celui-ci se substitue à celle-là .....	50
1.3. L'évolution des « emplois » : investissements physiques et placements financiers connaissent des évolutions différentes .....	54
1.3.1. La stabilité des investissements physiques dans le temps.....	54
1.3.2. Les placements financiers connaissent un certain tassement.....	58
1.3.3. Les relations entre placements financiers et investissements physiques : priorité aux investissements physiques ? .....	61
 <b>2. L'évolution des comportements des ménages en 2000.....</b>	<b>64</b>
2.1. L'équilibre ressources-emplois dans les différents pays.....	64
2.2. Les taux d'épargne continuent de se tasser, le recours au crédit est stable.....	65
2.3. Bonne résistance des investissements physiques, mais poursuite du tassement des placements financiers .....	67



<b>CHAPITRE 3 - LE PASSIF DES MENAGES.....</b>	<b>69</b>
<i>1. Les informations disponibles sur le passif financier des ménages.....</i>	<i>72</i>
<i>2. L'évolution du passif par pays entre 1995 et 1999 .....</i>	<i>73</i>
2.1. Quatre indicateurs d'endettement .....	73
2.2. Eléments d'analyse du niveau d'endettement.....	80
<i>3. L'évolution du passif par pays en 2000.....</i>	<i>82</i>
3.1. La croissance du passif des ménages en cours d'année .....	82
3.2. L'endettement dans les pays de l'Union européenne à la fin de l'année 2000 .....	82
<b>CHAPITRE 4 - LA CROISSANCE DES PATRIMOINES FINANCIERS.....</b>	<b>87</b>
<i>1. Montant total et montant par tête des patrimoines financiers à la fin de l'année 2000 : des poids évidemment très différents d'un pays à l'autre.....</i>	<i>89</i>
<i>2. Une forte inflexion de la croissance en 2000, après plusieurs années de croissance rapide.....</i>	<i>92</i>
<b>CHAPITRE 5 - LES CHANGEMENTS DE COMPORTEMENT DES EPARGNANTS EN MATIERE DE PLACEMENTS FINANCIERS.....</b>	<b>99</b>
<i>1. Les comportements de placements des ménages au cours de la période 1995-1999 : essor de l'assurance-vie, envol des organismes de placements collectifs, fort reflux de l'intermédiation bancaire et des emprunts publics.....</i>	<i>102</i>
<i>2. Le début du retournement boursier de l'année 2000 : dans certains pays, rupture dans les comportements des ménages, dans d'autres, continuité .....</i>	<i>115</i>
2.1. Pour certains pays, une année 2000 qui ressemble encore aux années précédentes .....	115
2.2. Pour d'autres, une année 2000 qui apparaît déjà en rupture par rapport aux années précédentes .....	118



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

<b>CHAPITRE 6 - LES MODIFICATIONS INTERVENUES DANS LA STRUCTURE DES PATRIMOINES FINANCIERS.....</b>	<b>121</b>
<b>1. Les pays où la composition des patrimoines financiers ne s'est que modérément modifiée : Royaume-Uni, Pays-Bas et Danemark.....</b>	<b>126</b>
<b>2. Les pays où la composition des patrimoines financiers s'est fortement modifiée : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Italie et Suède .....</b>	<b>130</b>

**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.

# INTRODUCTION



L'objet de cette étude est de fournir une analyse aussi complète que possible – en flux et en encours - de l'évolution de l'épargne et de l'investissement dans les pays de l'Union européenne entre 1995 et 1999 et, plus particulièrement, au cours de l'année 2000. Au sein de ces agrégats, l'accent sera mis sur les comportements financiers des ménages entendus au sens large : comportement d'épargne au sens de la comptabilité nationale, recours au crédit, notamment à l'occasion d'opérations liées au logement, choix de placements financiers.

Pour ce faire, on a utilisé les informations disponibles à la fin de 2001 en ce qui concerne tant les données en flux que les données en encours de la comptabilité nationale. L'éclairage proposé ici est presque exclusivement macro-économique et macro-financier. Mais nous sommes bien conscients de l'intérêt qu'il y aurait à commenter, sur cette période de cinq ans, l'évolution d'informations de nature micro-économique si elles étaient aisément disponibles. La proportion de ménages propriétaires de leur logement, le taux de détention d'assurance-vie dans la population ou la pénétration des produits à support actions sont, par exemple, des variables tout à fait importantes dont l'évolution serait très intéressante à commenter. Malheureusement, sauf exception, de telles informations sont encore rarement disponibles, dans les différents pays étudiés, au moins avec l'homogénéité qui est indispensable dans les comparaisons internationales.

\*

\* \* \*

Après les deux bonnes années 1998 et 1999, la croissance des pays de l'Union européenne a été encore soutenue pendant toute l'année 2000. Le PIB des pays de la zone euro a, quant à lui, augmenté en volume de 3,4% contre 2,5% en 1999. La progression du revenu disponible des ménages a, elle-même, été dans l'ensemble satisfaisante.

Le taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire a été orienté à la baisse jusqu'en avril 1999 ; il était alors nettement inférieur à 3%. Il s'est ensuite orienté à la hausse et a dépassé les 5% en novembre 2000 ; il a ensuite lentement reflué dans les dernières semaines de l'année.

A la suite de deux années très brillantes, 1998 et 1999, l'évolution boursière au cours de l'année 2000 – de plus en plus importante en ce qui concerne les choix de placements financiers par les ménages – s'est caractérisée par une grande fébrilité, les indices terminant l'année plutôt au rouge. Certes, en moyenne annuelle, le Dow Jones EuroStox (large) gagne encore 30,1% par rapport à 1999. Mais le profil de l'année est très contrasté : l'indice mensuel moyen culmine au mois de mars, fortement tiré par le secteur des valeurs technologiques, mais en décembre la moyenne mensuelle est déjà en reflux de 13% par rapport à celle de mars. De janvier à décembre 2000, en moyenne mensuelle, c'est finalement un léger reflux de 2% qui est observé.

Toutes ces évolutions, croissance du revenu disponible, variation du prix des logements, évolution des taux d'intérêt selon la durée des placements et profil des marchés boursiers sont évidemment au cœur de l'analyse que nous développerons pour mieux comprendre les comportements financiers des Européens au cours de la période étudiée.

\*  
\*                      \*

De façon générale, ce sont les comptes réels et financiers de la comptabilité nationale qui ont été surtout utilisés dans les analyses de la période 1995-2000 que contient ce rapport. Parmi les informations qui nous ont le plus manqué pour approfondir le diagnostic, nous citerons :

- l'absence d'informations sur les crédits nouveaux obtenus par les ménages et les remboursements qui correspondent à l'ensemble du passif financier ; on verra que même les seules variations de passif ne peuvent être ventilées en crédits habitat, crédits à la consommation et crédits professionnels ;

- l'absence complète de données en matière de patrimoine non financier ; en particulier, il est certain que la connaissance de l'évolution du patrimoine résidentiel détenu par les ménages – en volume et en prix - permettrait d'approfondir l'analyse dans un domaine tout à fait central des comportements d'accumulation des ménages ;
- les difficultés d'accès à des informations, hors comptabilité nationale, concernant les transactions sur les logements anciens ; ces transactions sont pourtant le plus souvent, dans les pays industrialisés, plus importantes que les transactions sur les logements neufs ;
- l'impossibilité d'isoler, de façon rigoureuse, le rôle des plus ou moins values en capital dans la variation des patrimoines financiers ;
- l'incertitude planant sur la valorisation des actions non cotées dans les comptes financiers publiés par plusieurs banques centrales : cette incertitude doit rendre extrêmement prudent en ce qui concerne les comparaisons internationales des patrimoines financiers (montant par tête et composition) ;
- enfin, quand l'assurance-vie représente couramment entre 50 et 70% des nouveaux placements financiers des ménages européens, il est très fâcheux de ne pouvoir faire la distinction entre deux types de produits aussi différents à tous égards que les contrats en unités de compte et les contrats à taux d'intérêt minimum.

Cette énumération ne prend évidemment pas en compte les faiblesses spécifiques des données publiées par tel ou tel pays : par exemple, des nomenclatures trop agrégées ne permettant pas de faire la distinction entre les emprunts publics et ceux des entreprises, entre fonds d'investissement monétaires et les fonds d'investissement à long terme, entre les créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les créances des ménages sur les fonds de pension.

\*

\*

\*

Le plan de ce rapport est le suivant.

Le **chapitre 1** est consacré à une étude de l'épargne et de l'investissement dans l'ensemble de la zone euro et dans douze pays de l'Union européenne : il s'agit de dégager les besoins ou les capacités de financement au niveau de la zone, des différents pays de l'Union et, au sein de chaque pays, des quatre principaux secteurs que sont les ménages, les sociétés non financières, les sociétés financières et les administrations publiques.

Le **chapitre 2** présente sur la période les « tableaux de financement » des ménages dans douze pays de l'Union, tableaux qui mettent en regard les flux annuels de « ressources financières » des ménages (épargne et crédit) et leurs emplois (investissements « physiques » et placements financiers).

Le **chapitre 3** étudie l'évolution du passif des ménages dans les différents pays européens, en utilisant plusieurs indicateurs d'endettement.

La **chapitre 4** est centré sur la croissance des patrimoines financiers des ménages dans les douze pays étudiés : on verra qu'ici la distinction entre « volumes » et « prix » n'est pas immédiate.

Le **chapitre 5** examine dans chaque pays, au travers de la composition des flux annuels de placements, l'évolution des choix des épargnants en matière de produits financiers en fonction de l'évolution du couple rendement-risque, mais aussi des modifications fiscales et réglementaires, si importantes en ce domaine.

Enfin, le **chapitre 6** se présente comme un chapitre de synthèse puisqu'il fait ressortir, dans la composition des patrimoines financiers, au niveau des différents pays comme à celui de la zone géographique, les conséquences des évolutions mises en relief dans les précédents chapitres.

**CHAPITRE 1**  
**ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT**  
**EN EUROPE**



On commencera par étudier, dans une première section, les relations entre épargne et investissement dans la zone euro considérée dans son ensemble, avant d'envisager, dans une seconde section, ces mêmes relations pour 12 pays de l'Union Européenne.

## **1. EPARGNE ET INVESTISSEMENT DE LA ZONE EURO**

---

L'inconvénient d'étudier uniquement la zone euro est évidemment de laisser de côté trois ou quatre pays de l'Union européenne. Mais, dans un avenir relativement proche, la zone euro sera dotée d'un ensemble complet de comptes « réels » et financiers et, dans une étude sur l'épargne et l'investissement dans l'Union européenne, il serait dommage se priver des conclusions que l'on peut déjà tirer des éléments de comptes publiés à ce jour dans le Bulletin mensuel de la BCE.

Les informations que l'on peut trouver dans cette publication portent sur :

- ♦ l'épargne et l'investissement dans les différents secteurs de la zone et dans la zone elle-même ;
- ♦ les capacités et besoins de financement des différents secteurs de la zone et de la zone elle-même ;
- ♦ les enseignements de la balance des paiements en matière d'épargne et d'investissement de la zone.

### **1.1. L'EPARGNE ET L'INVESTISSEMENT DANS LES DIFFERENTS SECTEURS DE LA ZONE ET DANS LA ZONE ELLE-MEME : LA STRUCTURE SECTORIELLE DE L'EPARGNE A DAVANTAGE CHANGE QUE CELLE DE L'INVESTISSEMENT**

Le tableau 6.2 de la partie « Statistiques de la zone euro » du Bulletin mensuel de la BCE est intitulé : « Epargne, investissement et financement ». Il fournit une série d'informations (commençant en 1993) sur l'épargne et l'investissement au niveau de secteurs qui concernent les 11 pays de la zone euro et même les 12 pays, avec l'élargissement à la Grèce, pour la période commençant au 1<sup>er</sup> janvier 2001. Mais nous nous bornerons dans ce qui suit à exploiter les informations disponibles pour la

zone euro – ou les pays qui la constituent – pour la période 1993-2000. Ces informations donnent le résultat de calculs effectués en milliards d'écus jusqu'à la fin de 1998 et en euros depuis.

Ces résultats sont, dans le tableau mentionné, fournis en pourcentage du PIB de la zone, mais le PIB est lui-même fourni au tableau 5.1 de cette même partie « Statistiques de la zone euro », mais seulement, il est vrai à partir de 1996.

Les informations du tableau 6.2 ont dû être retraitées pour aboutir finalement à des informations concernant l'épargne et l'investissement dans trois secteurs de la zone : les **sociétés non financières** de la zone (S.11, du SEC 1995), les **ménages et les institutions à but non lucratif** au services des ménages (S.14 et S.15) et enfin un **secteur « résiduel »** qui regroupe donc malheureusement les sociétés financières (S.12) et les administrations publiques (S.13) qu'il n'est pas possible de distinguer compte tenu des caractéristiques des informations contenues dans le tableau 6.2.

Pour dresser les tableaux ci-dessous, nous avons en effet procédé comme suit. La FBCF est fournie pour l'ensemble des agents non financiers privés et pour les sociétés non financières : nous en avons déduit, par différence, la FBCF des ménages et des organismes sans but lucratif. Symétriquement, l'épargne brute est donnée pour l'ensemble des agents non financiers privés et pour les ménages : nous avons donc obtenu par différence l'épargne des sociétés non financières. Enfin, connaissant l'épargne brute et la FBCF de l'ensemble de la zone euro et celles des agents non financiers privés, nous en avons déduit l'épargne et l'investissement d'un secteur « résiduel » regroupant donc les sociétés financières et les administrations publiques.

Les deux tableaux ci-dessous donnent les résultats obtenus au terme de ces calculs, pour la période 1993-2000, d'abord en pourcentage par rapport au PIB de l'ensemble de la zone euro et ensuite en pourcentage par rapport à l'ensemble de l'épargne brute et de l'investissement brut de la zone.

Il aurait évidemment été intéressant, d'une part, de pouvoir fournir ces résultats pour quatre secteurs et non pas pour trois seulement, d'autre part, de produire ces résultats en termes d'épargne et d'investissement **nets** de la consommation de capital. La référence à des grandeurs nettes de la consommation de capital conduit

en effet à des structures sectorielles de l'épargne et de l'investissement qui sont différentes de celles que donnent les grandeurs brutes : l'expérience montre en effet qu'en général la répartition sectorielle de la consommation de capital n'est pas proportionnelle à celle de l'épargne ou de l'investissement brut. Cette prise en considération des grandeurs nettes permet également de faire un pas en direction de l'étude de l'accumulation patrimoniale, étude dont on sait qu'elle devient de plus en plus indispensable pour porter un jugement sur le type de croissance caractéristique des différents pays concernés.

### ***1.1.1. Structure sectorielle de l'épargne brute de la zone euro : baisse de l'épargne des ménages augmentation de celle des administrations***

En 1993 et 1994, l'épargne de la zone s'est située à un niveau relativement modeste : un peu au-dessus de 20% du PIB seulement.

Depuis 1995, le taux d'épargne brute de la zone apparaît comme très stable au voisinage de 22%. Mais les composantes de cette épargne ont sensiblement évolué : le secteur « résiduel » (administrations publiques et sociétés non financières), qui avait une épargne brute négative en 1993 et 1994, augmente régulièrement son épargne jusqu'à représenter, en 2000, 15% de l'épargne brute de la zone. L'analyse de cette évolution est évidemment malaisée en raison de l'hétérogénéité de ce secteur, mais il est connu que, progressivement, la référence aux critères du Traité de Maastricht a conduit les gouvernements à une gestion budgétaire moins déséquilibrée, d'où nous tirons probablement, l'une des explications les plus importantes de l'évolution très significative qui est intervenue en ce qui concerne l'épargne brute de ce secteur composite.

**Tableau 1.1**  
**Epargne brute de la zone euro (1993-2000)**  
**11 pays**  
**(en % du PIB)**

	Sociétés non financières	Ménages	Autres secteurs	Ensemble de la zone
1993	8,0	12,8	- 0,6	20,2
1994	8,9	11,8	- 0,1	20,6
1995	9,7	12,1	0,1	21,9
1996	9,4	11,9	0,3	21,6
1997	9,2	11,4	1,5	22,1
1998	9,2	10,5	2,3	22,0
1999	8,8	9,8	3,4	22,0
2000	9,0	9,7	3,3	22,0

Source : BCE, information retraitée par nos soins

Du côté des **ménages et des organismes sans but lucratif**, on assiste à une baisse assez régulière de leur taux d'épargne brut par rapport au PIB : près de 13% en 1993, moins de 10% en 2000. On reviendra sur cette évolution quand nous étudierons l'évolution des taux d'épargne des ménages dans les différents pays de la zone. Il est difficile d'attribuer la diminution de ce taux d'épargne à un quelconque effet de richesse : en matière immobilière, les évolutions de prix, à la sortie de la crise internationale de 1990-1992, ont été fort variables d'un pays à l'autre ; quant aux portefeuilles d'actions, on les verra certes prendre de l'importance au cours de la période, mais le début de la baisse du taux d'épargne est antérieure aux années d'euphorie boursière que sont 1998 et 1999 ; au surplus, la diffusion des actions dans la population européenne restait encore assez limitée en 1998<sup>1</sup>. La baisse de l'épargne des ménages est plutôt à attribuer à trois facteurs dont on sait qu'ils exercent une influence mesurable sur le partage du revenu entre consommation et épargne : d'abord, l'approfondissement de la désinflation apparue dans la seconde moitié de la décennie précédente ; ensuite, dans une majorité de pays de la zone euro, le développement rapide du recours au crédit, d'abord du crédit « habitat » et,

<sup>1</sup> Voir Le profil des actionnaires européens, par L.Guiso, M.Haliassos et T. Jappelli, à paraître dans la *Revue d'économie financière*, février 2002.

un peu plus tard, dans les années 1996-1999, du crédit à la consommation ; enfin, le reflux progressif du chômage dans une majorité de pays et le retour à la confiance.

**Tableau 1.2**  
**Structure sectorielle de l'épargne brute de la zone euro (1993-2000)**  
**11 pays**  
**(en % du PIB)**

	Sociétés non financières	Ménages	Autres secteurs	Ensemble de la zone
1993	39,6	63,4	-3,0	100,0
1994	43,2	57,3	-0,5	100,0
1995	44,3	55,3	0,5	100,0
1996	43,5	55,1	1,4	100,0
1997	41,6	51,6	6,8	100,0
1998	41,8	47,7	10,5	100,0
1999	40,0	44,6	15,5	100,0
2000	40,9	44,1	15,0	100,0

Source : BCE, information retraitée par nos soins

En ce qui concerne les **sociétés non financières**, l'évolution sur la période est un peu plus compliquée : entre 1993 et 1995, leur taux d'épargne par rapport au PIB gagne deux points de pourcentage, ce qui peut être interprété comme une conséquence de la sortie de la crise des années 1990-1993. Mais, depuis cette date, c'est à une lente érosion que nous assistons peut-être due à un renforcement de la concurrence, mais le tassement reste cependant d'une ampleur très modérée. Au total, en 1993, l'épargne des sociétés non financières représentait un peu moins de 40% de l'épargne brute de la zone ; en 2000, elle correspond à un peu plus de 40%, mais cette contribution est passée par un pic de 44% en 1995.

En ce qui concerne les éventuelles interactions au cours de la période étudiée entre les comportements en matière d'épargne des différents secteurs, une interprétation en termes d'équivalence ricardienne n'est pas dénuée de fondements. Si l'on conclut à une relative stabilité dans le temps de la contribution des sociétés non financières, la modification principale de la structure de l'épargne de la zone s'est jouée entre les ménages et le secteur « résiduel » de l'économie, secteur dans lequel, vraisemblablement, le rôle moteur en matière d'évolution de l'épargne a été assumé par les administrations publiques. L'épargne de ces dernières s'est renforcée au cours de la période, d'abord de façon progressive entre 1993 et 1996, puis beaucoup plus rapidement à partir de 1997, à mesure que se rapprochait la date d'entrée dans l'euro. Aussi bien le résultat obtenu dès 1999 (près de 16% de l'épargne brute de la zone) est-il en fort contraste avec les premières années de la période étudiée.

Dans le même temps, ultra-rationalité ou pas, la contribution des ménages refluit assez régulièrement pour tomber à à peine plus de 44% de l'épargne de la zone en 2000 : entre 1993 et 2000, cette part a chuté de plus de 19 points de pourcentage !

### ***1.1.2. Structure sectorielle de l'investissement brut de la zone : stabilité de l'investissement des ménages, une certaine remontée de l'investissement des entreprises non financières***

Globalement, le pourcentage d'investissement brut de la zone par rapport à son PIB n'a pas beaucoup évolué au cours de la période : il se maintient en effet un peu au-dessus de 20% du PIB entre 1993 et 1998 et fait apparaître une augmentation d'un point de pourcentage entre 1998 et 2000, du fait, comme on va le voir, d'une reprise bien venue de l'investissement des sociétés non financières.

**Tableau 1.3**  
**FBCF de la zone euro**  
**(en % du PIB) 11 pays**

	<b>Sociétés non financières</b>	<b>Ménages</b>	<b>Autres secteurs</b>	<b>Ensemble de la zone</b>
1993	10,6	6,2	3,5	20,3
1994	10,3	6,6	3,2	20,1
1995	10,8	6,6	3,2	20,6
1996	10,8	6,4	3,1	20,3
1997	10,7	6,4	3,0	20,1
1998	11,0	6,3	3,0	20,3
1999	11,3	6,4	3,1	20,8
2000	12,1	6,4	2,8	21,3

Source : BCE, information retraitée par nos soins

La composition sectorielle de la FBCF de la zone a, quant à elle, subi, au cours de la période étudiée, moins de modifications que la structure de l'épargne. Certains changements se produisent bien dans les contributions des différents secteurs, mais ils sont de moindre ampleur que ceux qui ont été enregistrés en matière d'épargne.

Le taux d'investissement brut des ménages est d'une assez remarquable stabilité, se maintenant entre 6,2 et 6,6% du PIB de la zone. Le taux d'investissement des sociétés non financières, après un point bas en 1994, conséquence probable des stratégies de désendettement, s'établit sur un plateau proche de 11% du PIB entre 1995 et 1998. Enfin, dans les années 1999 et 2000, apparaît une certaine remontée de ce pourcentage qui vient à point pour commencer de compenser le relatif sous-investissement des années antérieures.

Le secteur « résiduel » a un taux d'investissement par rapport au PIB qui est supérieur à 3% dans la première partie de la période et qui fait apparaître ensuite un léger effritement, pour terminer en 2000 à 2,8% ; il n'y a rien là de très spectaculaire.

**Tableau 1.4**  
**Structure de l'investissement brut de la zone euro**  
**(en % de la FBCF de la zone) 11 pays**

	<b>Sociétés non financières</b>	<b>Ménages</b>	<b>Autres secteurs</b>	<b>Ensemble de la zone</b>
1993	52,2	30,5	17,2	100,0
1994	51,2	32,8	15,9	100,0
1995	52,4	32,0	15,5	100,0
1996	53,2	31,5	15,3	100,0
1997	53,2	31,8	14,9	100,0
1998	54,2	31,0	14,8	100,0
1999	54,3	30,8	14,9	100,0
2000	56,8	30,1	13,2	100,0

Source : BCE, information retraitée par nos soins

Finalement, en matière de structure de la FBCF de la zone, l'évolution au cours de la période étudiée se résume simplement : stabilité de la contribution des ménages, malgré quelques fluctuations ; augmentation de près de cinq points de la contribution des sociétés non financières, augmentation dont on a vu qu'elle s'était produite dans la deuxième moitié de la période étudiée ; enfin, érosion assez régulière de la contribution du secteur « résiduel » (quatre points perdus entre 1993 et 2000) très probablement due à un certain reflux du poids de l'investissement dans les dépenses des administrations publiques.

## **1.2. CAPACITES ET BESOINS DE FINANCEMENT DES DIFFERENTS SECTEURS DE LA ZONE ET DE LA ZONE ELLE-MEME : DIMINUTION DE LA CAPACITE DE FINANCEMENT DES MENAGES ET REDUCTION DU BESOIN DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS**

Les données publiées dans le Bulletin mensuel de la BCE (novembre 2001) ne nous ont pas permis de calculer les besoins et capacités de financement des différents secteurs avec la rigueur que comportent les comptes de capital, détaillés dans le SEC 1995. En ressources, il aurait en effet fallu pouvoir tenir compte, à côté de l'épargne brute, des transferts nets en capital reçus. En emplois, outre la FBCF, il aurait fallu pouvoir prendre en compte la variation des stocks et les acquisitions

nettes d'objets de valeur ou d'actifs non produits. Ces diverses informations n'étant pas publiées par la BCE, nous avons simplement calculé les capacités ou besoins de financement par rapprochement de l'épargne et de l'investissement. Cela doit naturellement conduire à une certaine prudence dans l'interprétation des évolutions qui sont constatées dans ce qui suit. L'expérience montre cependant qu'en général l'importance relative de ces postes n'est pas telle qu'elle puisse durablement changer le sens des évolutions constatées en calculant, de façon un peu fruste, la capacité et le besoin de financement des différents secteurs et de l'ensemble de la zone par simple confrontation de leur épargne et de leur investissement.

**Tableau 1.5**  
**Capacité ou besoin de financement de la zone euro\* (1993-2000)**  
**(en % du PIB) 11 pays**

	<b>Sociétés non financières</b>	<b>Ménages</b>	<b>Autres secteurs</b>	<b>Ensemble de la zone</b>	<b>Prêts nets au RDM</b>
1993	- 2,6	6,6	- 4,1	- 0,1	0,5
1994	- 1,4	5,2	- 3,3	0,5	0,2
1995	- 1,1	5,5	- 3,1	1,3	0,5
1996	- 1,4	5,5	- 2,8	1,3	0,9
1997	- 1,5	5,0	- 1,5	2,0	1,5
1998	- 1,8	4,2	- 0,7	1,7	0,9
1999	- 2,5	3,4	+ 0,3	1,2	0,2
2000	- 3,1	3,3	+ 0,5	0,7	- 0,2

\* Il s'agit en fait d'estimations car, pour aboutir à la véritable capacité ou au vrai besoin de financement, il faudrait :

- du côté des ressources, à côté de l'épargne brute, tenir compte des transferts nets en capital reçus
- du côté des emplois, à côté des investissements bruts, tenir compte de la variation de stock et des acquisitions nettes d'objets de valeur ou d'actifs non produits

Pour l'ensemble de la zone, à part l'année 1993, c'est une capacité de financement qui apparaît tout au long de la période. Mais cette capacité de financement connaît cependant certaines évolutions : elle augmente régulièrement jusqu'à 1997, année où elle culmine à 2% du PIB, puis décroît assez régulièrement pour terminer à 0,7% en 2000. Cette dernière évolution résulte principalement de la conjonction d'une baisse de la capacité de financement des ménages et d'une augmentation du besoin de financement des sociétés non financières.

La réduction de la **capacité de financement des ménages** mesurée par rapport au PIB est particulièrement spectaculaire ; cette capacité de financement est en effet exactement divisée par deux entre 1993 et 2000, passant de 6,6% du PIB à 3,3% . Cette chute s'est produite en deux temps : elle a été forte en 1994 (nette reprise de l'investissement à la sortie de la crise), ensuite, c'est la quasi stabilité jusqu'à 1997, puis une baisse à nouveau prononcée à partir de 1998, due cette fois sans doute plus au reflux de l'épargne qu'au dynamisme des investissements. On verra plus loin que la très sensible diminution de la capacité de financement des ménages a été de pair avec une assez forte croissance relative de leur passif par rapport au PIB : tout s'est passé en effet comme s'ils n'avaient pas voulu abaisser le montant de leurs placements financiers au niveau qu'aurait nécessité la diminution de leur capacité de financement ; ils se sont donc endettés pour compenser la baisse de leur capacité de financement.

Entre le début et la fin de la période, le poids du **besoin de financement des sociétés** n'est pas si différent : 2,6% en 1993 et 3,1% en 2000 ; mais, entre les deux, on a vu ce besoin de financement se réduire jusqu'à à peine plus de 1% du PIB en 1995 (augmentation de l'importance de leur épargne), puis réaugmenter progressivement jusqu'à 2000, surtout en raison du reflux de l'épargne, mais aussi, pour l'année 2000, à cause de l'augmentation de leurs investissements.

L'évolution du **secteur « résiduel »**, dans le sens de la réduction de son besoin de financement – certainement très liée à l'amélioration de la situation des administrations publiques - est remarquablement régulière sur la période : le besoin de financement s'amenuise de 1993 à 1998 ; en 1999, année de naissance de la zone euro, on passe même à une modeste capacité de financement qui se maintient en 2000.

### **1.3. LA CAPACITE OU LE BESOIN DE FINANCEMENT DE LA BALANCE COURANTE DE LA ZONE NE DISENT QU'UNE PARTIE DE L'HISTOIRE**

Le Bulletin mensuel de la BCE comporte des informations détaillées sur les composantes de la balance des paiements de la zone pour 1999 et 2000. Il n'est pas toujours aisé de passer des capacité et besoins de financement des comptes réels aux capacité et besoins de financement tels qu'ils ressortent de la balance des

paiement. Cela est encore plus vrai ici où, on l'a vu, notre calcul des capacités et besoin de financement des secteurs et de la zone est, par la force des choses, un peu approximatif.

Les analyses de la BCE, tous éléments pris en compte, font ressortir non pas une capacité, mais un besoin de financement qui est léger en 1999 (5,9 milliards d'euros) et plus important en 2000 (28,3 milliards d'euros). Mais cela n'a pas empêché les pays de la zone de réaliser, en 1999 et 2000, d'importants investissements directs nets en dehors de la zone et, en 2000, de considérables investissements nets de portefeuille. Compte tenu de la présence d'un besoin de financement de la zone, ces opérations n'ont évidemment été possibles qu'au prix d'une **forte croissance de l'endettement de la zone auprès d'institutions financières monétaires hors zones**, comme le montre le tableau ci-dessous. Cet endettement est majoritairement un endettement de court terme.

**Tableau 1.6**  
**Encours d'endettement net de la zone (+) en fin de période**  
**à l'égard d'IFM situées hors zone**

1997	- 51,3
1998	107,1
1999	338,2
2000	530,4

Source : Bulletin mensuel de la BCE, décembre 2001, tableau 8.7.1., prêts/monnaie fiduciaire et dépôts

Dès 1998, l'avoir des pays de la zone à l'égard de l'extérieur s'était transformé en dette. En 1999, cette dette s'est alourdie de 230 milliards d'euros. Fin de l'année 2000, la position débitrice nette de la zone avait encore augmenté de près de 200 milliards d'euros par rapport à fin 1999.

La zone euro vivrait-elle largement au-dessus de ses moyens, non pas pour consommer, mais pour investir à l'étranger ? Si l'on tient l'investissement à l'étranger pour nécessaire – et il l'est dans une perspective d'ouverture des entreprises européennes sur l'extérieur et de diversification du portefeuille des investisseurs - la meilleure façon de remédier à cette situation serait évidemment d'augmenter le

montant des investissements dans la zone en provenance de l'étranger. L'augmentation de l'épargne dans la zone pourrait résulter d'un meilleur équilibre des comptes publics, mais cette solution ne serait sans doute que partielle. Quant à réduire l'investissement réalisé chez eux par les différents pays de la zone, ce serait évidemment une très mauvaise solution compte tenu du retard de l'Europe en matière d'investissement productif. Ne reste donc en définitive que la réalisation dans la zone d'investissements étrangers plus importants.

Comment augmenter l'attractivité du « site » zone euro ? Question souvent formulée. Des solutions ont naturellement déjà été proposées ; mais il faut reconnaître que, dans d'assez nombreux pays de la zone, elles n'ont été, à ce jour, que très partiellement mises en œuvre par les décideurs.

## **2. EPARGNE ET INVESTISSEMENT DANS DOUZE PAYS DE L'UNION EUROPEENNE**

---

Ici comme dans les autres chapitres de ce rapport, nous n'avons pu avoir accès aux informations concernant le Luxembourg, l'Irlande et la Grèce. Pour les autres pays, les informations nécessaires étaient disponibles, dans plusieurs pays, sur la période 1995-2000. Dans d'autres, seulement jusqu'à 1999.

On examinera d'abord l'importance relative de l'épargne brute et de l'investissement brut dans ces différents pays, avant d'en étudier la composition sectorielle.

### **2.1. EPARGNE BRUTE ET INVESTISSEMENT BRUT DANS LES DIFFERENTS PAYS ETUDIES**

Comme il est d'usage, on calculera, pour chaque pays, le rapport de l'épargne brute (augmentée des transferts de capital) et de l'investissement brut (augmenté des variations de stocks) au produit intérieur brut, tel qu'il apparaît dans les comptes nationaux auxquels nous avons eu accès.

#### ***2.1.1. L'importance relative de l'épargne brute selon les pays : des écarts considérables d'un pays à l'autre***

Contrairement à l'épargne des seuls ménages, l'épargne brute totale ne fait pas apparaître de tendance à la diminution sur la période étudiée. Dans une majorité de pays, le rapport au PIB apparaît comme grosso modo stable : Allemagne, Autriche, Espagne, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, et même Portugal . Dans d'autres, ce rapport est assez nettement orienté à la hausse : Belgique, France, Danemark et surtout Finlande.

Cette bonne tenue de l'épargne dans les pays européens confirme le constat effectué dans la section précédente pour l'ensemble de la zone euro.

**Tableau 1.7**  
**Part de l'épargne nationale brute dans le PIB**  
**(en %)**

	1995	1999
Allemagne	21,3	21,1
Autriche	21,4	21,3
Belgique	24,9	26,3 (2000)
Danemark	20,3	23,9
Espagne	23,3	23,4
Finlande	21,6	27,7 (2000)
France	19,4	22,0 (2000)
Italie	21,7	21,2
Pays-Bas	27,0	26,8
Portugal	23,6	22,5
Royaume-Uni	16,3	16,2 (2000)
Suède	19,5	20,1

Si les taux d'épargne par rapport aux PIB se maintiennent dans la majorité des pays, cela signifie qu'au cours de la période étudiée la dispersion des situations de départ se retrouve à l'arrivée. Cette dispersion est forte puisque, pour l'année 1999, par exemple, ce taux dépasse 26% en Belgique et est à peine supérieur à 16% au Royaume-Uni. Dans le tableau ci-dessous, le Royaume-Uni paraît, à cet égard, assez isolé.

**Tableau 1.8**  
**Classement des pays selon l'importance de leur épargne brute**  
**par rapport au PIB en fin de période**

Pays à forte épargne (au moins 23% du PIB)	Belgique Danemark Espagne Finlande Pays-Bas
Pays à épargne moyenne (entre 21 et 23% du PIB)	Allemagne Autriche France Italie Portugal Suède
Pays à faible épargne (moins de 18%)	Royaume-Uni

**2.1.2. L'importance relative de l'investissement brut selon les pays : des différences comparables à celles qui caractérisent l'épargne**

Aucun pays ne fait apparaître sur la période de baisse de son taux d'investissement par rapport au PIB. Dans une majorité de pays, c'est même une hausse qui ressort. Il en est ainsi en Belgique, en Finlande, en France, au Royaume-Uni et surtout en Espagne, en Finlande, aux Pays-Bas et au Portugal. Là encore, ce diagnostic va bien sûr dans le même sens que celui qui a été établi, à la section précédente pour l'ensemble de la zone euro entre 1995 et 2000.

Compte tenu de ce qui a été montré ci-dessus de l'évolution des taux d'épargne, c'est bien à une certaine réduction des capacités de financement que l'on assiste.

**Tableau 1.9**  
**Part de l'investissement national brut dans le PIB**  
**(en %)**

	1995	1999
Allemagne	22,4	22,6
Autriche	24,1	24,1
Belgique	20,4	21,4 (2000)
Danemark	19,8	20,2
Espagne	22,4	24,9
Finlande	17,5	19,9 (2000)
France	19,0	20,4 (2000)
Italie	19,5	20,0
Pays-Bas	21,0	27,7
Portugal	23,6	27,2 (1998)
Royaume-Uni	16,8	17,7 (2000)
Suède	16,7	16,8 (1998)

Puisque les évolutions font apparaître un certain parallélisme d'un pays à l'autre, en fin de période on retrouve donc, là encore, à peu près la même dispersion des situations que celle qui caractérisait l'année 1995. Cinq pays ont un taux d'investissement qui dépasse 22% de leur produit intérieur brut : Allemagne, Autriche et Pays-Bas d'un côté et les pays de la péninsule ibérique de l'autre. Cinq autres pays ont un taux d'investissement seulement moyen, compris entre 20 et 22% du PIB et deux pays font apparaître un taux d'investissement réellement faible entre 17 et 18%. Naturellement, il serait particulièrement intéressant ici de poursuivre l'analyse en distinguant ce qui est investissement directement productif et ce qui est investissement dans le logement et dans les infrastructures publiques, mais cela est en soi un thème séparé de recherche.

**Tableau 1.10**  
**Classement des pays selon l'importance de leurs investissements bruts en fin de période**

Pays à fort investissement (supérieur à 22% du PIB)	Allemagne Autriche Espagne Pays-Bas Portugal
Pays à investissement moyen (compris entre 20 et 22% du PIB)	Belgique Danemark Italie France Finlande
Pays à faible investissement (compris entre 17 et 18% du PIB)	Royaume-Uni Suède

**2.1.3. Capacité ou besoin de financement dans les différents pays : des situations contrastées**

Quatre pays font apparaître sur la période des besoins de financement : trois d'entre eux ont en effet une épargne seulement moyenne et un investissement plutôt élevé (Allemagne, Autriche, Portugal). L'un a un investissement certes faible, mais une épargne plus faible encore (Royaume-Uni). Dans aucun de ces pays ne se manifeste, au cours de la période, de tendance bien nette à la réduction de ce besoin. Le besoin de financement de l'Allemagne pèse évidemment assez lourd dans la situation de la zone euro (réduction de la capacité de financement de la zone).

**Tableau 1.11**  
**Capacités ou besoins de financement sur la période**

Pays à besoin de financement	Allemagne Autriche Portugal Royaume-Uni
Pays à capacité de financement	Belgique Danemark Espagne Finlande France Italie Pays-Bas Suède

Huit pays font apparaître en revanche, assez ou très régulièrement, des capacités de financement plus ou moins élevées : dans cinq cas, il s'agit de pays à forte épargne (Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, Pays-Bas) et ayant, suivant les cas, des investissements moyens ou même assez forts, mais qui apparaissent comme aisément financés par l'épargne nationale. Dans trois pays (France, Italie, Suède), on a affaire à une épargne seulement moyenne, mais à des investissements qui sont cependant en retrait par rapport à cette épargne.

L'analyse de la composition sectorielle de l'épargne nationale et de l'investissement national est peut-être susceptible de nous permettre de commencer à expliquer les disparités de situations, d'un pays à l'autre, en ce qui concerne les niveaux globaux observés.

## **2.2. STRUCTURE SECTORIELLE DE L'ÉPARGNE BRUTE ET DE L'INVESTISSEMENT BRUT DANS LES DIFFÉRENTS PAYS ETUDIÉS**

Cette structure sectorielle est calculée, dans chaque pays, en prenant en compte, respectivement l'épargne brute (hors transferts en capital) et l'investissement brut (hors variations de stocks). Quatre secteurs sont pris en compte : les ménages et organismes sans but lucratif au service des ménages, les sociétés non financières, les sociétés financières, enfin les administrations publiques.

### ***2.2.1. La composition sectorielle de l'épargne brute selon les pays : de grosses différences dans l'espace et d'importantes évolutions dans le temps***

Entre 1995 et la fin de la période, un double mouvement apparaît très fréquemment : l'augmentation de la part de l'épargne des administrations publiques et la diminution de celle de l'épargne des ménages. Ces évolutions sont observées, avec des ampleurs qui peuvent varier d'un pays à l'autre, dans presque tous les pays : elle sont particulièrement spectaculaires dans un pays comme le Royaume-Uni. Seule y échappe l'Allemagne, où, d'un côté, l'augmentation de la part des administrations publiques, à partir de 1996, n'est que progressive, de l'autre, la part des ménages est stable, la compensation se faisant par un certain tassement de l'épargne des sociétés (non-financières et financières).

**Tableau 1.12**  
**Composition sectorielle de l'épargne brute selon les pays en fin de période**  
**(en % de l'épargne brute nationale)**

	Allemagne 1999	Italie 1999	France 2000	Autriche 1999	Belgique 2000	Espagne 1999	Portugal 1998	Pays-Bas 1999	Royaume -Uni 2000	Suède 1998	Finlande 2000	Danemark 1999
Ménages et institutions sans but lucratif	52,2	52,2	45,6	40,8	35,4	35,4	32,0	29,6	20,7	20,0	14,4	8,8
Sociétés non financières	42,5	40,4	40,4	54,2	54,7	51,2	52,6	48,8	63,1	64,1	53,3	67,4
Sociétés financières	3,6	4,0	5,6	5,7	2,9	4,0	7,8	9,7	-3,0	-1,1	-1,5	3,7
Administrations publiques	1,7	3,4	8,4	-0,7	7,0	9,4	7,6	11,9	19,2	17,0	33,8	20,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

En fin de période, la composition sectorielle de l'épargne brute apparaît comme encore très différente d'un pays à l'autre. Deux situations quasi « polaires » apparaissent : d'un côté, dans quatre pays (Allemagne, Italie, France et Autriche), la part de l'épargne des ménages est supérieure – et parfois très supérieure – aux deux cinquièmes de l'épargne brute totale ; dans trois de ces pays sur quatre, l'épargne des ménages est alors supérieure à celle des sociétés non financières. A l'opposé, dans quatre pays (Royaume-Uni, Suède, Finlande et Danemark), l'épargne des ménages plafonne à seulement un cinquième de l'épargne totale (en Finlande et au Danemark, c'est même beaucoup moins que cela) ; l'épargne des ménages ne représente alors que moins du tiers de celle des sociétés non financières. Une autre caractéristique importante de ce second « pôle » est la part très importante prise par l'épargne des administrations publiques qui est alors de l'ordre du cinquième de l'épargne totale : dans le cas de la Finlande, cette épargne dépasse le tiers du total de l'épargne nationale ! L'épargne des sociétés financières n'occupe pas une place très importante, mais, là encore, des différences importantes apparaissent puisque cette épargne représente de 8 à 10% du total en fin de période au Portugal et surtout aux Pays-Bas, alors qu'elle est négative au Royaume-Uni, en Suède et en Finlande.

En ce qui concerne la liaison entre le niveau de l'épargne nationale et sa structure sectorielle, on observe que les quatre pays où la part de l'épargne des ménages est importante, sont seulement des pays à épargne moyenne. Parmi les pays où la part de l'épargne des ménages est faible, la Suède et le Royaume-Uni sont des pays où le niveau de l'épargne est seulement moyen-faible, mais le niveau de l'épargne en Finlande est, au contraire très élevé. Il apparaît donc difficile de formuler des hypothèses sur les relations qui pourraient exister entre la composition sectorielle de l'épargne et son niveau global : a priori, on a l'impression qu'à tout niveau d'épargne correspond une structure sectorielle indéterminée : l'hypothèse qu'on pourrait avancer est donc celle d'une indépendance entre les deux variables.

***2.2.2. La composition sectorielle de l'investissement brut selon les pays : une assez grande stabilité dans le temps et des écarts peut-être un peu moindres entre pays***

Pour dix pays sur douze, cette composition sectorielle paraît assez stable dans le temps ; cela est surtout vrai de la part de l'investissement brut des ménages et de celle, évidemment beaucoup plus importante, des sociétés non financières. Deux pays échappent cependant à ce « modèle », la Belgique et l'Italie où, sur la période, la part des investissements des sociétés non financières augmente, cependant que celle des ménages se tasse. Quant aux investissements des administrations publiques, si leur part évolue, c'est dans le sens du reflux : cela est net pour des pays comme l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, le Royaume-Uni et la Suède.



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

**Tableau 1.13**  
**Composition sectorielle de l'investissement brut**  
**selon les pays en fin de période**  
**(en % de l'investissement national brut)**

	Allemagne 1999	Italie 1999	Pays-Bas 1999	Portugal 1998	France 2000	Belgique 2000	Espagne 1999	Royaume -Uni 2000	Autriche 1999	Danemark 1999	Finlande 2000	Suède 1998
Ménages et institutions sans but lucratif	36,5	32,9	32,1	29,2	28,6	27,0	25,9	24,3	23,7	20,2	20,1	11,5
Sociétés non financières	52,8	53,3	50,7	52,4	52,7	60,4	59,3	63,8	65,8	69,1	65,3	70,2
Sociétés financières	2,5	1,1	3,9	4,0	4,0	4,3	1,7	5,0	2,8	2,3	2,1	2,2
Administrations publiques	8,2	12,7	13,3	14,4	14,7	8,3	13,1	6,9	7,7	8,4	12,6	16,1
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

En fin de période, les différences dans la structure sectorielle des investissements bruts restent considérables : 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% en Suède (spécificité du statut d'occupation du logement par l'intermédiaire de coopératives) et qu'elle ne dépasse guère 20% au Danemark et en Finlande. Symétriquement, la part de l'investissement des sociétés non financières est de l'ordre de 70% en Suède et au Danemark, alors qu'elle est seulement légèrement supérieure à 50% aux Pays-Bas, au Portugal et en France. Quant à l'investissement des administrations publiques, sa part varie tout de même du simple au double entre des pays comme le Royaume-Uni et l'Autriche où elle reste inférieure à 7-8% et un pays comme la Suède où elle dépasse 16%. Derrière ces chiffres, on a évidemment des choix de société quelque peu différents.

En dépit de cette assez grande diversité dans la composition sectorielle de l'investissement brut, on a tout de même le sentiment que les différences entre pays sont cependant un peu moindres qu'en matière de composition de l'épargne, ne serait-ce que parce que, en matière d'investissement brut, on ne peut avoir de contribution négative, alors que cela peut se produire en matière d'épargne brute.

Enfin, pas plus qu'en matière d'épargne, il ne semble y avoir de relation bien marquée entre le niveau de l'investissement (mesuré par exemple par rapport au PIB) et sa composition sectorielle : à niveau global donné d'investissement semble pouvoir correspondre à peu près n'importe quelle structure sectorielle.

### ***2.2.3. Composition sectorielle des besoins et des capacités de financement : un schéma traditionnel et des situations déviantes***

En rapprochant l'épargne (y compris les transferts en capital) et l'investissement (y compris la variations des stocks) des différents secteurs dans chacun des pays étudiés, on met en évidence la capacité ou le besoin de financement de chaque secteur.

Globalement, pour la dernière année connue (suivant les cas, 1998, 1999 ou 2000) les résultats obtenus sont les suivants :

- ♦ le secteur des ménages fait ressortir une capacité de financement plus ou moins forte dans 8 pays sur 12 ;
- ♦ les sociétés non financières font apparaître un besoin de financement, là encore plus ou moins important, dans 11 pays sur 12 ;
- ♦ les sociétés financières sont associées à une capacité de financement dans 8 cas sur 12 ;
- ♦ enfin, les administrations publiques font ressortir un besoin de financement dans 9 cas sur 12.

La **composition traditionnelle des besoins et capacité de financement au niveau des secteurs** est donc sans surprise : une capacité de financement assez forte du secteur ménages, un fort besoin de financement des sociétés non financières, une capacité de financement modérée des sociétés financières et un besoin de financement significatif des administrations publiques.

A ce schéma correspondent bien, en fin de période, des pays comme l'Allemagne, l'Autriche, la France et l'Italie. Ce schéma est encore valable, mais avec une situation moins fortement contrastée des ménages et des sociétés non financières, pour des pays comme la Belgique et l'Espagne. Les autres pays s'écartent plus ou moins du schéma traditionnel du fait de spécificités qui, dans certains cas, sont très marquées : ainsi en est-il, de façon assez régulière semble-t-il, de l'importance de la capacité de financement des sociétés financières aux Pays-Bas alors que les trois autres secteurs de ce pays sont associés à des besoins de financement significatifs. On mentionnera également la capacité de financement très importante des administrations publiques au Danemark et au Royaume-Uni, due, semble-t-il, à la fois à l'importance relative de leur épargne et à la faiblesse de leurs investissements.

Dans le cas danois, cette capacité de financement permet de faire face au très important besoin de financement des ménages. En ce qui concerne le Royaume-Uni, c'est le considérable besoin de financement des sociétés financières qu'il s'agit de couvrir.

Au total, malgré certaines évolutions tendancielle qui se sont dessinées au niveau de la zone euro ou d'une majorité de pays européens, on a encore affaire, en fin de période, à une grande diversité de situations.

## **CHAPITRE 2**

# **L'ÉVOLUTION DU COMPORTEMENT D'ÉPARGNE, D'INVESTISSEMENT ET D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES EUROPÉENS**



Pour traiter ce sujet, nous utilisons le cadre comptable de ce que nous appelons les « tableaux de financement ». Ces tableaux en flux constituent une synthèse des comptes du secteur ménages au sens large (S14 et S15) des comptabilités nationales, depuis le solde du compte d'utilisation du revenu jusqu'au compte financier. Ce cadre d'analyse a, entre autres, deux avantages majeurs :

- ♦ il permet de suivre simultanément l'évolution des comportements d'épargne, d'endettement, d'investissement « physique » et de placements financiers des ménages ;
- ♦ il permet aussi de mettre en évidence des déséquilibres éventuels entre les « ressources financières » des ménages et leurs emplois, incitant donc à une réflexion en profondeur sur les causes de ces déséquilibres significatifs.

Dans les tableaux présentés ci-dessous, souvent en pourcentage du revenu disponible brut, la rubrique FBCF inclut les variations de stocks (modestes il est vrai en ce qui concerne les ménages puisqu'il s'agit des stocks des seules entreprises individuelles). Quant aux placements financiers, ils sont nets des ajustements comptables et nets également des crédits commerciaux qui ont, croyons-nous, parfois aussi la signification d'ajustements statistiques. Ces divers ajustements se retrouvent alors dans la variable d'équilibrage des ressources et des emplois dans les tableaux présentés. Le plus souvent, les ressources financières des ménages excèdent leurs emplois et la variable de calage est placée avec une valeur positive du côté des ressources.

## **1. L'ÉVOLUTION DES COMPORTEMENTS DES MÉNAGES ENTRE 1995 ET 1999**

La logique comptable d'un «tableau de financement consiste à mettre face à face les ressources financières des ménages (épargne brute et variation de passif, auxquels on adjoint les transferts en capital reçus) et les emplois de ces ressources (FBCF et variation de stock, placements financiers).

Nous commenterons ci-dessous l'évolution, pour les différents pays de l'Union, des diverses variables du tableau de financement rapportées au revenu disponible brut des ménages. En annexe figure le détail des tableaux de financement des 12 pays étudiés établis en grandeurs brutes et en grandeurs nettes de la consommation de capital.

### **1.1. L'ÉVOLUTION DES TAUX D'ACCUMULATION : DES TAUX D'ACCUMULATION TRÈS DIFFÉRENTS D'UN PAYS À L'AUTRE, PLUTÔT ORIENTÉS À LA BAISSÉ**

La FBCF est évidemment un facteur important de variation du patrimoine non financier. Son homologue du côté du patrimoine financier est constitué par le flux nouveau de placements financiers réalisé par les ménages. Nous appellerons donc « **taux d'accumulation** » le rapport au revenu disponible de la somme de la FBCF (y compris la variation de stocks) et du flux de placements financiers.

Il s'agit d'un taux **brut** d'accumulation (puisque la consommation de capital n'en est pas déduite) du patrimoine **brut** d'endettement (puisque l'on ne distingue pas, dans les sources de financement, ce qui est épargne et ce qui est recours au crédit) (voir encadré).

**ENCADRE N°1****LES DIFFERENTS TAUX D'ACCUMULATION DU PATRIMOINE DES MENAGES**

On appellera  $E_b$  et  $E_n$ , respectivement l'Épargne brute et nette de la consommation de capital ; de même, on aura de même,  $FBCF$  et  $FNCF$ , l'investissement respectivement brut et net de la consommation de capital (y compris la variation de stocks) ; de même encore,  $RDB$  et  $RDN$ , le revenu disponible respectivement brut et net de la consommation de capital. On a, d'autre part,  $\delta P$ , la variation de passif au cours de l'année considérée,  $TC$ , les transferts en capital reçus et  $F_f$ , le flux nouveau de placement financiers.

**Le taux d'accumulation brut (de la consommation de capital) du patrimoine brut(d'endettement)** est égal à :

$$(E_b + TC + \delta P)/RDB.$$

Ce taux, aux ajustements statistiques près, est égal à :

$$(FBCF + F_f)/RDB.$$

**Le taux d'accumulation net (de la consommation de capital) du patrimoine brut (d'endettement)** est égal à :

$$(E_n + TC + \delta P)/RDN$$

Ce taux, aux ajustements statistique près, est égal à

$$(FNCF + F_f)/RDN$$

Quant au **taux d'accumulation net (de la consommation de capital) du patrimoine net (d'endettement)**, il est tout simplement égal à :

$$(E_n + TC)/RDN$$

Ce dernier taux, pour une année où les transferts en capital reçus seraient nuls (ils sont le plus souvent modestes au regard du montant de l'épargne), est donc tout simplement égal au **taux d'épargne net** (de la consommation de capital).

Certains pays font apparaître, d'une année sur l'autre, ou en tendance sur la période, des évolutions importantes de ce taux d'accumulation. Nous commenterons surtout les évolutions tendanciennes.

**Tableau 2.1**  
**Taux brut d'accumulation du patrimoine**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
Allemagne	22,7	22,6	21,6	22,5	22,2	19,7	22,3
Autriche	16,8	17,9	15,2	15,4	17,5	nd	16,6
Belgique	25,2	29,1	28,3	26,7	25,9	22,7	27,0
Danemark	16,9	15,7	17,5	17,5	15,2	nd	16,6
Espagne	19,9	21,4	22,6	22,3	22,0	21,2	21,7
Finlande	11,8	12,0	16,4	18,8	16,4	16,5	15,1
France	21,0	19,8	22,6	19,4	19,9	20,3	20,5
Italie	25,4	20,7	20,8	20,1	22,3	nd	21,9
Pays-Bas	29,5	32,4	33,5	34,8	39,2	34,5	33,9
Portugal	27,4	23,8	28,0	31,3	nd	nd	27,6
Royaume-Uni	19,3	19,8	18,1	15,2	11,8	12,0	16,8
Suède	nd	11,4	12,5	10,3	14,7	14,8	12,2

Pour plusieurs pays, aucune évolution tendancielle ne ressort clairement. Sur les six années de la période, le taux brut d'accumulation reste, grosso modo stable : c'est le cas de la France, autour de 20% du RDB, celui de l'Allemagne et de l'Espagne, entre 21 et 22% et aussi celui du Danemark entre 15 et 17%.

D'autres pays font apparaître des tendances à la hausse de ce taux d'accumulation, c'est le cas, en dépit de fluctuations, des Pays-Bas et de la Finlande, mais aussi de l'Autriche et de la Suède.

Enfin, le Royaume-Uni fait, quant à lui, ressortir une tendance nettement « baissière », avec une diminution de plus de sept points de pourcentage de RDB entre 1995 et 2000.

**Tableau 2.2**  
**Evolution du tableau de financement de l'Europe 1995-2000**  
**(données pondérées) \***

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Ressources brutes</b>						
Epargne brute	16,2	15,8	15,0	13,6	12,9	12,2
Variation de passif	3,9	4,3	4,5	5,5	6,7	6,0
Transferts en Capital	0,5	0,2	0,2	0,4	0,6	0,6
Ajustements statistiques	0,8	0,9	1,6	0,9	0,0	- 0,1
<b>Total</b>	<b>21,4</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>20,2</b>	<b>18,8</b>
<b>Emplois bruts</b>						
FBCF	9,3	9,1	9,1	9,2	9,4	9,5
Placements financiers	12,1	12,2	12,3	11,3	10,8	9,3
<b>Total</b>	<b>21,4</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>20,2</b>	<b>18,8</b>

\* Sur 12 pays pour les années 1995 à 1999 et 8 pays seulement pour 2000.

Le tableau 2.2, que nous utiliserons largement dans ce qui suit, fait apparaître au total un léger tassement du taux d'accumulation entre 1995 et 1999 et un tassement plus net en 2000, mais sur des données qui ne sont pas rigoureusement homogènes (huit pays seulement au lieu de douze).

Le tableau 2.3 contient un classement des pays par valeurs décroissantes, selon le niveau de leur taux d'accumulation moyen sur la période 1995-1999.

**Tableau 2.3**  
**Classement des pays selon leur taux d'accumulation moyen**  
**sur la période 1995-1999 (en % du RDB)**

Taux supérieurs à 25%	Pays-Bas Portugal Belgique
Taux compris entre 20 et 23%	Allemagne Italie Espagne France
Taux compris entre 12 et 18%	Royaume-Uni Autriche Danemark Finlande Suède <sup>1</sup>

Trois remarques doivent ici être faites sur la dispersion en Europe des taux d'accumulation :

1. En coupe instantanée pour une année donnée ou même en moyenne sur une période, la dispersion de ces taux, parmi les pays étudiés est importante : elle va pratiquement du simple au double ou au triple, manifestant ainsi, soit des **rythmes** différents d'accumulation du patrimoine brut, soit des **modes** d'accumulation différents.
2. On ne doit pas en effet trop rapidement passer, par exemple, d'un taux d'accumulation faible à la conclusion d'une croissance modeste du patrimoine brut : nous n'avons en effet affaire ici qu'aux facteurs de variation en « volume » ; il reste à prendre en compte l'influence des variations de prix (« réévaluations ») ; pour un pays comme le Royaume-Uni, on verra ultérieurement, au moins pour le patrimoine financier, que la relative faiblesse de l'accumulation en volume est compensée par l'importance de la contribution des « réévaluations » ; seule l'existence de comptabilités patrimoniales complètes nous permettrait d'aller plus loin dans cette analyse.

---

<sup>1</sup> En ce qui concerne la Suède, on verra plus loin que la faiblesse de ce taux s'explique en partie par la modestie des investissements logement directement réalisés par les ménages.

3. S'agissant de l'analyse des facteurs d'évolution du taux brut d'accumulation, on verra que tous les cas de figure sont possibles quant aux rôles respectifs de l'épargne ou du recours au crédit ou, de même, de l'investissement physique et des placements financiers. On observera cependant que, dans le cas de taux d'accumulation à peu près stables ou en très léger tassement, un scénario fréquent sur la période étudiée est celui où une baisse du taux d'épargne est compensée par une augmentation du recours au crédit. C'est d'ailleurs ce qui apparaît nettement sur données pondérées (tableau 2.2) pour l'ensemble de l'Europe, entre 1995 et 1999.

## **1.2. L'ÉVOLUTION DES « RESSOURCES » : LE CRÉDIT A TENDANCE A SE SUBSTITUER A L'ÉPARGNE**

On analysera successivement l'évolution des taux d'épargne et celle des taux de recours au crédit.

### ***1.2.1. Une évolution des taux d'épargne orientée à la baisse***

Dans deux pays, l'Allemagne et la France, les taux d'épargne bruts des ménages sont assez stables sur la période. Dans tous les autres pays, la tendance à la baisse est très nette :

- d'environ trois points de pourcentage de RDB en Espagne, au Portugal et en Autriche,
- quatre points en Belgique, en Finlande,
- cinq points en Suède,
- six points au Royaume-Uni et au Danemark,
- sept points en Italie et aux Pays-Bas.

**Tableau 2.4**  
**L'évolution du taux d'épargne brut (1995-2000)**  
**(en % du RDB)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
Allemagne	16,6	16,3	16,0	15,9	15,7	15,6	16,1
Autriche	15,7	14,0	12,0	12,7	12,4	nd	13,3
Belgique	19,5	18,9	17,5	16,6	16,7	15,2	17,8
Danemark	7,0	5,7	3,7	3,7	3,5	nd	4,7
Espagne	14,4	14,2	13,5	12,6	11,9	11,3	13,3
Finlande	11,3	7,7	9,9	8,4	9,5	7,7	9,4
France	15,9	14,8	16,0	15,5	15,3	15,7	15,5
Italie	22,6	23,5	20,3	17,7	15,8	nd	20,0
Pays-Bas	21,0	19,6	20,1	18,9	15,6	13,9	19,0
Portugal	12,1	11,3	9,9	9,0	nd	nd	10,6
Royaume-Uni	10,5	9,7	9,6	6,0	5,3	4,6	8,2
Suède	13,0	11,5	9,0	7,8	7,0	8,1	9,7

Sur l'ensemble de la zone euro, une estimation du RDB des ménages par sommation de leur consommation (tableau 5.1 du Bulletin mensuel) et de leur épargne brute (tableau 6.2 du Bulletin mensuel), permet de déboucher sur une approximation du taux d'épargne du secteur des ménages (S14 et S15) au niveau de la zone dans son ensemble. Les résultats de cette estimation figurent dans le tableau suivant.

**Tableau 2.5**  
**Estimation du taux d'épargne brut du secteur**  
**des ménages pour l'ensemble de la zone euro**  
**(en % du RDB)**

1996.....	17,2
1997.....	16,6
1998.....	15,6
1999.....	14,7
2000.....	14,4

Ces estimations paraissent plausibles, aussi bien en ce qui concerne les niveaux que les évolutions<sup>2</sup>. Les données pondérées fournies au tableau 2.2 – pour 12 pays européens dont le Royaume-Uni et le Danemark - donnent une baisse du taux d'épargne des ménages en Europe de 16,2% en 1995 à 12,9% en 1999, soit plus de trois points de baisse. Sur les mêmes années, avec les estimations tirées du Bulletin mensuel de la BCE, on parvient à près de 3 points de baisse.

On peut donc conclure assez nettement sur deux points :

1. Au milieu de la décennie 1990, l'Union européenne et la zone euro faisaient ressortir, pour le secteur « ménages », un taux d'épargne brut élevé de l'ordre de 16% à 17% du revenu disponible pour l'Union et de 17 à 18% pour la seule zone euro.
2. Au cours de la seconde moitié de la décennie, ce taux d'épargne a perdu de 3 à 4 points de pourcentage. Les causes de cette baisse ont déjà été évoquées au chapitre 1 (approfondissement de la désinflation, baisse du chômage et retour de la confiance, accès plus aisé au crédit). On sait, en revanche, que l'influence du vieillissement des populations est beaucoup plus difficile à associer à une baisse du taux d'épargne macro-économique des ménages, ne serait-ce que parce qu'il semble bien - malgré l'absence de données d'enquête incontestables - que le taux d'épargne des plus de 65 ans reste supérieur à celui des moins de 35 ans.

On observera, d'autre part, que, quelle soit l'année considérée, en coupe instantanée, la dispersion des taux d'épargne bruts – comme d'ailleurs, celle des taux d'épargne net – reste forte ; même en laissant de côté le Danemark où le taux d'épargne est très bas, cette dispersion va de 1 à 2 ou 3 en ce qui concerne les taux d'épargne brut et évidemment beaucoup plus pour les taux d'épargne nets dans la mesure où ceux-ci peuvent éventuellement devenir négatifs.

---

<sup>2</sup> Les estimations pour la zone euro sont systématiquement au-dessus de celles qui figurent au tableau 2.2, mais cela est bien normal puisque ni le Royaume-Uni, ni le Danemark, ni la Suède (pays à faible taux d'épargne) ne font partie de la zone.

**Tableau 2.6**  
**Taux d'épargne brut et net des ménages en 1999**

	Taux d'épargne brut (en % du RDB)	Taux d'épargne net (en % du RDN)
Allemagne	15,7	9,9
Autriche	12,4	7,8
Belgique	16,7	11,5
Danemark	1,7	-7,1
Espagne	12,0	7,3
Finlande	9,5	4,2
France	15,3	10,6
Italie	15,8	10,5
Pays-Bas	15,6	10,4
Portugal(1998)	9,0	2,0
Royaume-Uni	5,3	1,1
Suède <sup>3</sup>	7,0	2,2

On remarquera que l'écart entre taux bruts et taux nets est variable selon les pays : il est, par exemple, supérieur à 8 points au Danemark, égal à 7 points au Portugal, compris entre 5 et 6 points en Allemagne, en Italie, aux Pays-Bas, en Belgique et en Finlande, plus ou moins inférieur à cinq points ailleurs. Ces écarts dans le poids relatif de la consommation de capital peuvent provenir, soit de l'importance ou de la composition des patrimoines non financiers selon les pays (part respective des actifs produits et non produits), soit des méthodes utilisées pour calculer cette consommation de capital à partir d'un patrimoine non financier connu. La comparaison des méthodes de calcul ne pourra utilement être entreprise qu'en étant sûr que les différents pays possèdent des évaluations satisfaisantes du montant et de la composition des patrimoines non financiers : on sait malheureusement que ce ne sera pas le cas avant plusieurs années.

<sup>3</sup> L'écart de près de 5 points entre le taux d'épargne brut et le taux d'épargne net est assez surprenant pour la Suède où beaucoup de ménages ne détiennent pas directement leur logement, mais sont simplement propriétaires de parts de coopératives (« Bostadsrättsförening ») que l'on doit normalement retrouver dans leur patrimoine financier, mais pas dans leur patrimoine « physique ». Seule la production d'une comptabilité patrimoniale complète permettrait de comprendre la calcul qui a été fait, en Suède, en matière de consommation de capital.

Tels qu'ils sont, ces taux d'épargne permettent d'opérer un regroupement des 12 pays européens étudiés sur la période 1995-1999 :

- ♦ un premier groupe rassemble les pays à taux d'épargne élevé (Allemagne, Belgique, France, Pays-Bas, Italie) : entre 15 et 20% de taux d'épargne brut, entre 10 et 15% de taux net ;
- ♦ le second groupe rassemble les pays à taux d'épargne médian (Espagne, Autriche) ; autour de 13% de taux brut, autour de 8% de taux net ;
- ♦ le troisième groupe rassemble les pays où le taux d'épargne brut est compris entre 8 et 12% (Finlande, Royaume-Uni, Suède, Portugal), soit entre 3 et 5% de taux net ;
- ♦ le Danemark forme un groupe à lui tout seul tant il apparaît détaché du précédent groupe, avec son taux d'épargne brut très faible (4,4%) et son taux d'épargne net fortement négatif : l'écart très important entre ces deux taux devra d'ailleurs faire l'objet d'une vérification.

### **1.2.2. Des taux de recours au crédit orientés à la hausse**

Il serait certes bien préférable ici de se référer au rapport des montants de crédits nouveaux au RDB. Mais ces montants ne sont pas disponibles, pas plus d'ailleurs que les montants des remboursements correspondant au passif détenu par les ménages dans les différents pays. On se contentera donc de calculer ici le rapport de la variation de passif des ménages dans chaque pays entre le début et la fin des différentes années.

**Tableau 2.7**  
**Taux de recours au crédit**  
**(variation de passif/RDB en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
Allemagne	5,8	6,2	4,6	5,8	6,8	6,2	5,8
Autriche	ε	2,9	2,0	1,5	4,0	nd	2,6
Belgique	2,1	3,1	4,0	5,1	2,3	2,3	3,3
Danemark	6,7	12,6	13,2	13,8	10,0	nd	11,3
Espagne	3,3	4,0	6,2	9,1	10,6	10,4	6,6
Finlande	- 2,3	- 2,3	0,5	3,7	4,9	4,3	0,9
France	1,0	1,6	1,6	2,0	3,2	3,1	1,9
Italie	2,5	1,5	1,3	2,4	3,8	nd	2,3
Pays-Bas	9,5	13,2	17,0	18,8	22,9	20,5	16,3
Portugal	8,0	9,3	11,6	16,1	nd	nd	11,3
Royaume-Uni	5,1	4,9	6,0	6,0	7,9	8,2	6,0
Suède	nd	3,2	3,9	5,4	8,0	8,8	5,1

Le regroupement des pays est ici différent de celui qui prévalait pour les taux d'épargne, mais trois groupes apparaissent également pour la moyenne de la période 1995-1999 :

- ♦ un groupe de pays à très fort recours au crédit, entre 10 et 16% du RDB (Pays-Bas, Danemark, Portugal) ;
- ♦ un groupe au fort recours au crédit (Allemagne, Espagne, Royaume-Uni et Suède) : taux de recours au crédit compris autour de 5 à 6%<sup>4</sup> ;
- ♦ un groupe de pays recourant relativement peu au crédit (France, Finlande, Belgique, Autriche, Italie), avec des taux compris entre 1 et 3%.

<sup>4</sup> Le fait que les ménages suédois n'investissent pas directement dans leur logement ne les empêchent apparemment pas de recourir assez fortement au crédit : sans doute acquièrent-ils à crédit les parts des sociétés coopératives qui sont, dans beaucoup de cas, propriétaires de leurs logements.

En ce qui concerne les évolutions au cours de la période étudiée, on remarquera qu'elles vont majoritairement dans le sens de la **hausse du taux de recours à l'endettement**. C'est le cas dans la très grande majorité des pays. En Belgique, après une montée du recours au crédit en 1996, 1997 et 1998, le taux est revenu au niveau de 1995 en 1999 et 2000. Quant à l'Allemagne, le taux de recours au crédit est resté stable, à un niveau élevé, de 1995 à 1999 et retombe en 2000 pour des raisons que nous expliciterons plus loin (forte baisse des prêts à la construction et au logement, alors que les prêts à la consommation continuent de progresser).

Il n'est malheureusement pas possible de calculer, sur moyenne période, le taux de recours au crédit pour l'ensemble de la **zone euro**. Ce calcul n'est possible, à partir du Bulletin mensuel de la BCE, que pour les trois dernières années.

**Tableau 2.8**  
**Taux de recours au crédit dans le compte des ménages**  
**de la zone euro (variation de passif/RDB)**  
**(en %)**

1998.....	5,1
1999.....	6,3
2000.....	5,0

Source : Bulletin mensuel de la BCE, estimation du RDB par nos soins

Mais les données pondérées du tableau 2.2 font clairement apparaître l'augmentation du recours au crédit pour 12 pays de l'Union européenne, de 3,9% en 1995 à 6,6% en 1999.

Une évolution qui est nette sur ces quatre années et dont on verra plus bas qu'elle a connu une certaine inflexion en 2000, comme le montrent les informations tirées du Bulletin mensuel de la BCE.

### 1.2.3. Les relations entre épargne et crédit : dans l'espace et dans le temps, celui-ci se substitue à celle-là

Les économètres ont réussi, au début des années 1990, à mettre en évidence l'influence négative qu'exerce, au moins dans un premier temps, sur l'épargne des ménages un accès aisé au crédit (taux d'intérêt bas, forte concurrence sur l'offre)<sup>5</sup>. Globalement, sur les cinq années de la période considérée 1995-2000, les résultats présentés ci-dessus semblent confirmer ce résultat : baisse des taux d'épargne et augmentation des taux de recours au crédit.

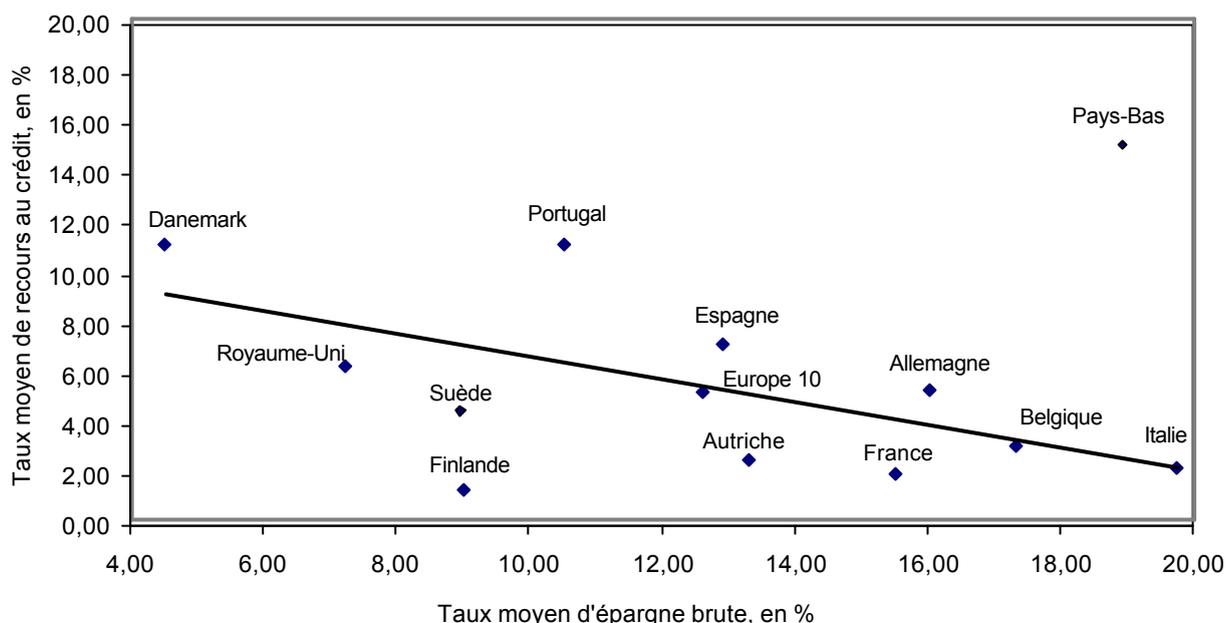
Pour lisser les taux d'épargne et les taux de recours au crédit, nous avons, d'abord, calculé pour chaque pays, dans une approche synchronique, les taux moyens sur la période 1995-1999. Ce sont ces taux qui ont été reportés sur le graphique 2.1. Les Pays-Bas, avec à la fois un fort taux d'épargne et un fort taux de recours au crédit, se situent tout à fait en dehors du nuage de points représentatifs des onze autres pays : on les a donc laissés en dehors de l'ajustement. Mais le sens de cet ajustement sur onze pays n'est pas douteux : en coupe instantanée internationale, il plaide en faveur de **relations de substitution entre épargne et crédit**. Le groupe des pays à forte épargne et faible recours au crédit (France, Belgique, Italie et même Allemagne) s'oppose au groupe qui se trouve dans une situation symétrique (Danemark, Royaume-Uni, Suède et même Portugal). La Finlande est, comme les Pays-Bas, mais dans une situation polaire, un peu hors normes (faible épargne et faible recours au crédit) : nous l'avons cependant laissée dans l'ajustement car sa présence n'en altère pas le résultat<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> On pourra notamment se reporter aux travaux de Tullio Jappelli et de Marco Pagano.

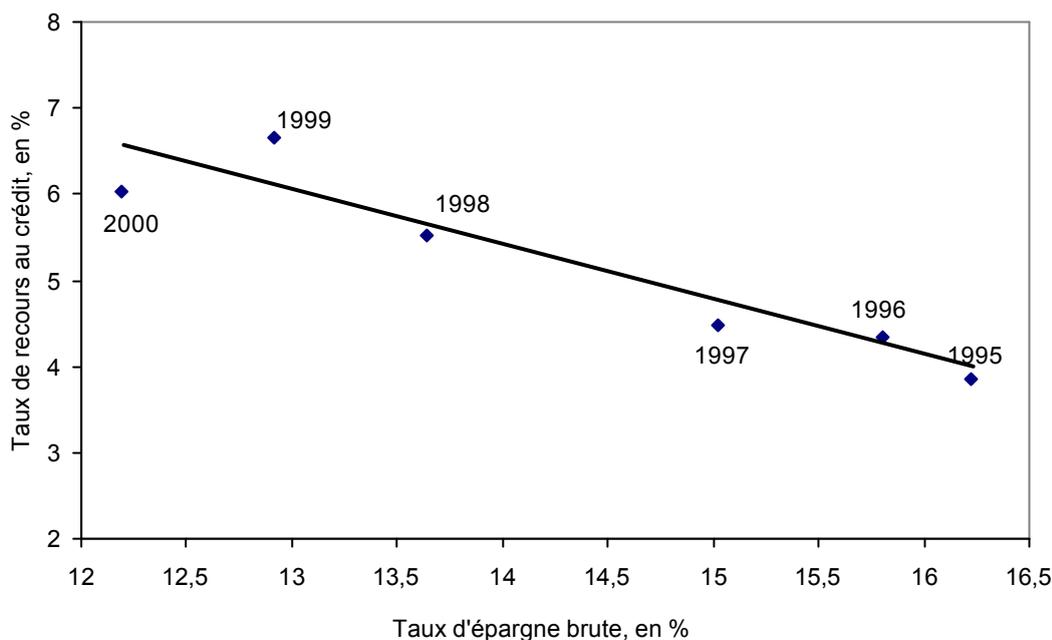
<sup>6</sup> Si l'on prend pour la Finlande la seule moyenne des années 1997, 1998 et 1999, sa représentation dans le graphique se rapproche beaucoup de la droite ajustée.

**Graphique 2.1**  
**Positionnement des pays européens**  
**selon le taux d'épargne brut et le taux de recours**  
**au crédit des ménages (moyenne 1995-1999)**



L'approche diachronique pour l'ensemble de l'Europe conduit à une conclusion identique. Les taux d'épargne annuels et les taux annuels de recours au crédit sont les taux pondérés par le revenu disponible brut des différents pays. Il sont extraits du tableau 2.2. Au cours de la période 1995-2000, c'est à une baisse du taux d'épargne moyen que l'on assiste (grosso modo de 16 à 12%). Sur six points, nous n'avons pas réalisé d'ajustement : il est cependant clair que la pente de la droite d'ajustement serait négative ; à mesure que le taux d'épargne diminue, le taux de recours au crédit augmente (grosso modo de 3 à 5 ou 6%).

**Graphique 2.2**  
**Evolution temporelle des taux d'épargne et des taux de recours au crédit**  
**pour l'ensemble de l'Europe**  
**(12 pays de 1995 à 1999, 8 pays pour 2000)**



Nous pouvons donc retenir les deux conclusions suivantes :

1. Sur données temporelles représentatives de l'ensemble de l'Europe, le taux d'épargne des ménages a sensiblement baissé entre 1995 et 2000, mais les conséquences de cette baisse sur le taux brut d'accumulation des ménages européens ont été fortement atténuées par une augmentation concomitante du taux de recours au crédit.
2. En coupe instantanée, les taux d'épargne des ménages peuvent être très différents d'un pays à l'autre ; mais dans les pays où les taux d'épargne sont bas, leur influence sur le taux brut d'accumulation des ménages est fortement atténuée par un recours plus important au crédit.

La substitution du crédit à l'épargne en Europe, au cours des années 1995-1999, apparaît donc comme indiscutable. Mais une chose est de la constater et une autre de l'interpréter. De nombreuses relations causales sont en effet envisageables. L'une fait de la baisse de l'épargne le moteur de l'évolution (retour à la confiance, approfondissement de la désinflation) : dans ce scénario, les ménages ne souhaitent pas ajuster à la baisse leurs emplois (investissements physiques et/ou placements financiers) autant que le requerrait la diminution de leur épargne. Ils font donc davantage appel au crédit, aussi bien pour devenir propriétaires de leur logement que pour financer leur consommation. Ce scénario met donc l'accent sur l'augmentation de la demande de crédit. En ce qui concerne l'ajustement à la baisse des « emplois », on observe (tableau 2.2) que les investissements physiques ont été maintenus au cours de la période et que seuls les placements financiers ont fait les frais de l'ajustement à la baisse du taux d'accumulation. Cette diminution des placements financiers est facilitée par le fait qu'au cours de la période, la croissance des patrimoines financiers est, on le verra, assez vigoureusement soutenue par la bonne tenue des marchés boursiers.

Un autre scénario insiste au contraire sur le rôle moteur du développement de l'offre de crédit (concurrence renforcée entre les établissements, baisse des taux d'intérêt jusqu'au début de 1999, déductibilité des intérêts de prêts hypothécaires dans certains pays, allongement de la durée des prêts à l'habitat, diversification des prêts à la consommation et innovations dans les modes de distribution). L'accès plus facile du crédit permet d'abaisser le taux d'apport personnel lors de l'acquisition du logement (d'où le maintien des investissements logements à un bon niveau) ; il permet aussi d'avancer la date de certaines consommations, ce qui mécaniquement contribue à la baisse du taux d'épargne. La baisse des placements financiers est, comme dans l'autre scénario, facilitée par la bonne tenue des marchés boursiers.

Dans le **choix entre ces deux scénarios**, le fait que la baisse de l'épargne ne soit que partiellement compensée par le recours au crédit semble devoir donner un avantage au premier scénario : si le crédit avait été moteur, le recours au crédit n'aurait-il pas dû juste compenser la diminution de l'épargne ? Mais cela même n'est pas certain, car il est possible que l'accessibilité plus grande du crédit ait entraîné en quelque sorte une « surréaction » du côté des comportements d'épargne : non seulement, le crédit permet de consommer plus tôt et d'acheter plus tôt

mon logement, mais il me permet aussi de réduire, par exemple, mon épargne de précaution, puisque l'on sait que l'on pourra y recourir si nécessaire.

Le scénario qui passe par « l'effet d'offre » et le caractère « moteur » de l'accès au crédit est finalement peut-être le plus probable des deux.

### **1.3. L'ÉVOLUTION DES EMPLOIS : INVESTISSEMENTS PHYSIQUES ET PLACEMENTS FINANCIERS CONNAISSENT DES ÉVOLUTIONS DIFFÉRENTES**

On analysera successivement l'évolution des investissements physiques et celle des placements financiers.

#### ***1.3.1. La stabilité des investissements physiques dans le temps***

Dans une majorité de pays, les taux d'investissement bruts paraissent assez stables au cours de la période. C'est le cas en Allemagne, en Autriche, en Belgique, en France, en Italie et même au Royaume-Uni. En revanche, en Espagne, en Finlande, en Suède, aux Pays-Bas et au Portugal, c'est plutôt une tendance à la hausse qui apparaît.

Sur données pondérées (tableau 2.2), c'est une très légère tendance à la hausse qui apparaît entre 1996 et 2000.

Selon les pays, 70 à 80% de cette FBCF correspondent à des investissements dans le logement (construction ou achat de logements neufs, travaux effectués à l'occasion de l'achat d'un logement ancien ou indépendamment, commissions et frais d'accompagnement divers payés à l'occasion de l'acquisition d'un logement ancien<sup>7</sup>), le reste correspondant à des investissements des entrepreneurs individuels. La FBCF « logement » explique donc la plus grande part de l'évolution de la FBCF totale des ménages. Les constatations faites ci-dessus montrent donc que si la construction et les achats de logements neufs sont en reflux dans plusieurs

---

<sup>7</sup> Le montant des transactions sur les logements anciens (montant qui ne rentre évidemment pas dans le PIB de l'année) ne figure naturellement pas dans la FBCF logement des ménages ; mais ce qui y figure correspond à la rémunération de « services » utilisés au moment de l'acquisition du bien (commissions d'agences immobilières, droits d'enregistrement, commissions de notaires, là où il en existe).

pays au cours de la période (c'est le cas notamment en Allemagne, après la fièvre de construction suscitée par la réunification), les autres postes et, en particulier, les travaux d'entretien dans un patrimoine résidentiel qui vieillit (les deux décennies 1950-1970 correspondant à la reconstruction d'après la guerre et à l'accueil des ménages nés du baby-boom sont loin) ont connu un dynamisme suffisant pour maintenir à son niveau le taux d'investissement brut des ménages et même, dans certains cas, pour le faire progresser.

**Tableau 2.9**  
**Taux d'investissement bruts (1955-2000)**  
**(en % du RDB)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
Allemagne	12,4	11,9	11,8	11,8	12,0	11,6	12,0
Autriche	nd	8,9	9,1	9,1	8,8	nd	9,0
Belgique	10,0	9,6	10,1	9,9	9,6	9,4	9,8
Danemark	7,3	7,5	8,1	8,3	8,3	nd	7,9
Espagne	7,6	8,0	8,0	8,4	9,1	9,9	8,2
Finlande	5,6	6,2	6,5	6,8	6,9	7,3	6,4
France	8,7	8,4	8,3	8,5	8,9	9,0	8,6
Italie	9,6	9,0	9,0	9,2	9,4	nd	9,2
Pays-Bas	11,0	11,3	12,4	12,4	13,7	14,8	12,2
Portugal	10,2	10,1	11,1	11,5	nd	nd	10,7
Royaume-Uni	5,6	5,9	6,0	6,1	6,4	6,5	6,0
Suède	3,0	3,0	3,0	3,6	3,8	4,3	3,3

En niveau, pour interpréter les résultats moyens de la période 1995-1999, il faut d'abord mettre à part la Suède<sup>8</sup>. Dans ce pays en effet, une proportion importante des ménages n'est pas propriétaire direct du logement principal, mais propriétaire par l'intermédiaire de sociétés coopératives qui émettent des parts : c'est la propriété de ces parts qui donnent droit à un logement. Ces parts ne figurent évidemment pas dans la FBCF des ménages qui apparaît dès lors comme très déprimée : 3,3% seulement du revenu disponible des ménages sur la période 1995-1999, soit

<sup>8</sup> Tout ce qui est dit de la Suède ici s'applique également à la Finlande, même si le rôle des coopératives en matière de logement y est un peu moindre

nettement moins de moitié de la moyenne générale européenne sur la période 1995-1999. Cette FBCF dans les comptes des ménages (secteurs 14 et 15) doit en effet principalement comprendre les travaux effectués par les ménages dans leur logement, les investissements des entreprises individuelles et les investissements (modestes) des organismes sans but lucratif au service des ménages. Beaucoup d'achats de logements neufs, qui figurent dans les autres pays dans la FBCF des ménages, sont en effet le fait des sociétés coopératives gestionnaires d'une bonne partie du parc résidentiel suédois. Mais il est vrai qu'on aurait pu retrouver ces parts dans le secteur 15, organismes sans but lucratif, inclus dans le secteur ménages au sens large.

Suède mise à part, les taux d'investissement bruts des ménages des autres pays varient dans la proportion de 1 à 2. Trois pays se situent entre 11 et 12% (Portugal, Pays-Bas et Allemagne). Huit pays sur douze se retrouvent dans l'intervalle 6,0 à 9,5%, manifestant certainement ici davantage d'homogénéité<sup>9</sup> dans les comportements d'investissement qu'en matière d'épargne ou de recours au crédit ou encore, on va le voir, de placements financiers.

---

<sup>9</sup> On pourrait essayer de comprendre le pourquoi de cette relative homogénéité. A part la Suède, dans la plupart des pays, ce sont les ménages qui possèdent la très grosse majorité du parc résidentiel, soit comme propriétaires occupants, soit comme propriétaires bailleurs (la propriété par les entreprises, les investisseurs institutionnel, les collectivités locales ou les organismes sociaux a presque partout reculé, au moins en importance relative): dans les deux cas, l'entretien du parc et son nécessaire accroissement-renouvellement grâce aux logements neufs pourraient ainsi conduire les ménages à consacrer à ces investissements des proportions relativement proches de leur revenu disponible.

**Tableau 2.10**  
**Taux d'investissements bruts et nets en 1999**

	Taux de FBCF (en % du RDB)	Taux de FNCF (en % du RDN)
Allemagne	12,0	6,0
Autriche	8,8	4,0
Belgique	9,6	4,0
Danemark	8,3	0,1 *
Espagne	9,2	4,4
Finlande	6,9	1,5
France	8,9	3,9
Italie	9,4	3,7
Pays-Bas	13,7	8,4
Portugal(1998)	11,5	4,7
Royaume-Uni	6,4	2,2
Suède	3,8	-1,1**

\* Là encore, le passage de l'investissement brut à l'investissement net fait apparaître l'importance considérable de la consommation de capital au Danemark dont le montant devra faire l'objet d'une vérification.

\*\* Un taux de FNCF négatif correspond à un patrimoine non financier dont le « volume » est en reflux. Quant à la « valeur » de ce patrimoine, tout dépend de l'évolution des prix relatifs des actifs qui le composent.

On observe en 1999, le taux d'investissement net négatif de la Suède et quasi nul du Danemark ; ce qui signifie, en bonne logique, qu'en volume le patrimoine non financier des Suédois a décliné en 1999 et que celui des Danois a stagné. Pour la Suède, il conviendrait de s'assurer que la consommation de capital attribuée aux ménages est bien celle qui correspond au patrimoine non financier dont ils sont réellement propriétaires. La consommation de capital fixe des ménages devra aussi, on l'a dit, faire l'objet d'une vérification.

Tels qu'ils ressortent actuellement, les statuts d'occupation du logement paraissent encore très divers en Europe avec un taux de propriétaires occupants supérieur aux trois quarts en Espagne et en Irlande, mais encore inférieur à 45% en Suède et en Allemagne. On notera également la différence entre la Suède et la Finlande : il s'agit de deux pays où le logement coopératif joue un rôle important. Mais ce rôle est

cependant compatible avec un taux de propriétaires occupants de plus de 60% en Finlande contre moins de 45% en Suède.

**Tableau 2.11**  
**Répartition des ménages selon le statut d'occupation du logement**  
**(hiérarchie selon la proportion de propriétaires-occupants)**

Pays	Propriétaires-occupants	Locatif social	Locatif privé	Autres statuts	Total
Irlande (1992)	79	11	8	3	100
Espagne (1991)	78	1	16	5	100
Grèce (1980)	75	0	25	0	100
Luxembourg (1995)	72	2	23	3	100
Italie (1992)	67	7	21	3	100
Portugal (1991)	67	4	24	5	100
Royaume-Uni (1996)	67	19	14	0	100
Belgique (1996)	65	6	27	2	100
Finlande (1997)	61	13	13	13	100
Autriche (1995)	55	22	18	5	100
France (1996)	54	18	21	7	100
Danemark (1997)	53	20	24	3	100
Pays-Bas (1998)	50	36	14	0	100
Suède (1995)	44	22	17	17	100
Allemagne (1998)	41	42	17	0	100
Moyenne	59	20	18	3	100

### ***1.3.2. Les placements financiers connaissent un certain tassement***

De tous les ratios calculés dans ce chapitre, le taux de placements financiers est sans doute celui qui manifeste, dans un pays donné, le plus de volatilité d'une année à l'autre et, une année donnée, les plus grandes différences d'un pays à l'autre : à croire que cette variable est à la confluence de tous les chocs qui peuvent apparaître, au cours des ans, dans les différents secteurs de l'économie ; à croire aussi qu'elle résume toutes les spécificités qui peuvent caractériser un pays par rapport aux autres (caractéristiques socio-économiques, mais aussi institutionnelles et fiscales).

Aussi est-il très difficile de décrire des évolutions régulières ou d'établir une hiérarchie stable entre pays. Chaque pays est ici un cas particulier et a une « histoire » propre.

**Tableau 2.12**  
**Taux de placements financiers**  
**(en % du RDB)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
Allemagne	10,3	10,8	9,8	10,8	10,3	8,1	10,4
Autriche	8,1	9,0	6,1	6,3	8,8	nd	7,7
Belgique	15,3	19,5	18,2	16,8	16,3	13,3	17,2
Danemark	9,6	8,2	9,4	9,2	7,0	nd	8,7
Espagne	12,3	13,4	15,0	13,8	12,9	11,3	13,5
Finlande	6,2	5,8	10,0	12,1	9,5	9,2	8,7
France	12,3	11,4	14,2	10,9	11,1	11,3	12,0
Italie	15,9	11,6	11,9	10,9	12,9	nd	12,6
Pays-Bas	18,5	21,2	21,1	22,4	25,5	19,7	21,7
Portugal	17,2	13,7	16,9	19,7	20,8	nd	17,7
Royaume-Uni	13,7	13,9	12,1	9,1	5,4	5,4	10,8
Suède	nd	8,4	9,5	6,7	10,9	10,5	8,9

L'Allemagne a un taux de placements financiers stable entre 1995 et 1999, à un niveau voisin de 10%. La France peut être rapprochée de l'Allemagne avec un taux lui aussi assez stable, légèrement au-dessus de 11% (au moins si on laisse de côté l'étrange taux de 14% de 1997 qui n'est pas sans poser quelques problèmes d'équilibre des comptes). Une certaine stabilité se dégage également pour le Danemark, mais à un niveau plus faible (autour de 9%). L'Espagne, la Belgique et la Finlande font apparaître des profils en « bosse », le niveau maximum étant atteint en 1997 pour la première, en 1996 pour la seconde et en 1998 pour la troisième ; mais la « bosse » de la Belgique<sup>10</sup> est beaucoup plus impressionnante que celles de l'Espagne et surtout de la Finlande.

<sup>10</sup> Elle pose des problèmes d'équilibre des comptes : l'ajustement statistique est d'ailleurs très élevé pour la Belgique de 1995 à 2000.

Le profil du Royaume-Uni est très nettement descendant, passant de près de 14% en 1995 à un peu plus de 5% seulement en 2000 : comme, d'autre part, des plus-values importantes ont été obtenues par les Britanniques au moins jusqu'au premier semestre de 2000, on a probablement là une **application directe de l'effet de richesse** ; les plus-values obtenues ont permis d'abaisser le taux de placements financiers et, de là, le taux d'épargne macro-économique lui-même dont on a vu qu'il avait été plus que divisé par deux entre 1995 et 2000. Le profil de la Suède et surtout, à un tout autre niveau, des Pays-Bas est, au contraire, plutôt ascendant. Quant au Portugal et à l'Italie, leur taux de placements financiers fait apparaître de fortes fluctuations dans le temps.

Au total, sur données pondérées (tableau 2.2), le taux de placements financiers apparaît en Europe comme très légèrement croissant entre 1995 et 1997 et en décroissance un peu plus nette de 1997 à 1999.

Malgré cette grande variabilité temporelle du taux de placements financiers, une hiérarchie assez nette se dégage sur la période 1995-1999. Au-dessus de 13%, on a les Pays-Bas (importance des versements sur les fonds de pension), la Belgique, le Portugal et l'Espagne. Entre 10 et 13% se placent l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni . Enfin, au-dessous de 10% viennent la Finlande, le Danemark, l'Autriche et la Suède<sup>11</sup>.

Sur une seule année, 1999 par exemple, l'écart est pratiquement de 1 à 5 entre le Royaume-Uni et les Pays-Bas. Un écart qui est tout de même un peu difficile à expliquer car, après tout, les Britanniques aussi ont des fonds de pension importants qui devraient contribuer à stabiliser leurs placements financiers. Mais il est vrai qu'ils enregistrent souvent de fortes reventes d'actions détenues en direct.

---

<sup>11</sup> S'agissant de la Suède et de la Finlande, on observe que l'attribution aux ménages de parts de sociétés coopératives propriétaires de logements ne laisse guère de traces, ni dans les comptes réels, ni dans les comptes financiers.

### 1.3.3. Les relations entre les placements financiers et les investissements : priorité aux investissements physiques ?

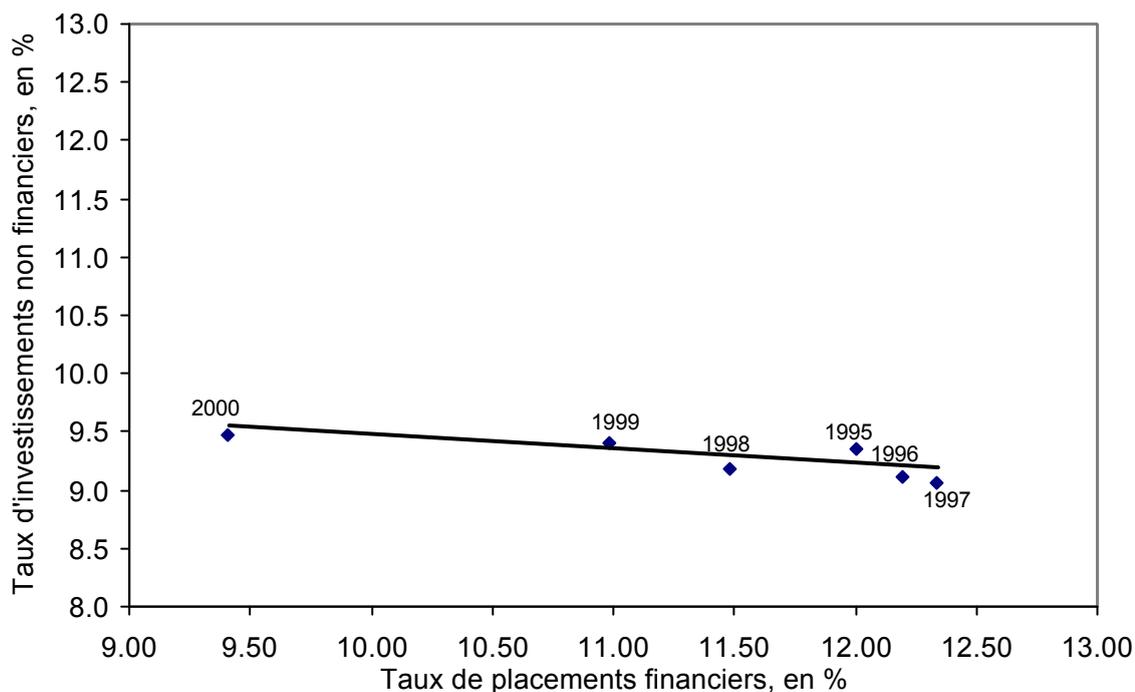
Sachant que le taux brut d'accumulation est, comme on l'a vu :

- fort variable d'un pays à l'autre en Europe,
- en très léger tassement, sur la période étudiée,

la question qui se pose est celle des positionnements respectifs dans le **temps** et dans l'**espace** du taux d'investissement physique et du taux de placements financiers.

Dans le **temps**, un calcul sur la moyenne pondérée des taux d'investissement et des taux de placements financiers dans douze pays de l'Union européenne (incluant donc le Royaume-Uni) fait apparaître, de 1995 à 1999, une baisse de 1,2 points de pourcentage du taux brut d'accumulation (de 21,9 à 20,2% du RDB – voir tableau 2.2), cette baisse résultant de la diminution de 1,3 points du taux de placements financiers (qui est d'ailleurs largement la conséquence de l'évolution constatée au Royaume-Uni). En évolution temporelle, on aurait donc, un taux d'investissement physique quasi-constant et un tassement du taux de placements financiers qui serait à l'origine de la baisse constatée du taux brut d'accumulation. C'est ce que permet de vérifier le graphique 2.3 où le reflux du taux de placements financiers de l'Europe de 1997 à 2000 est associé à une remarquable stabilité du taux d'investissement physique.

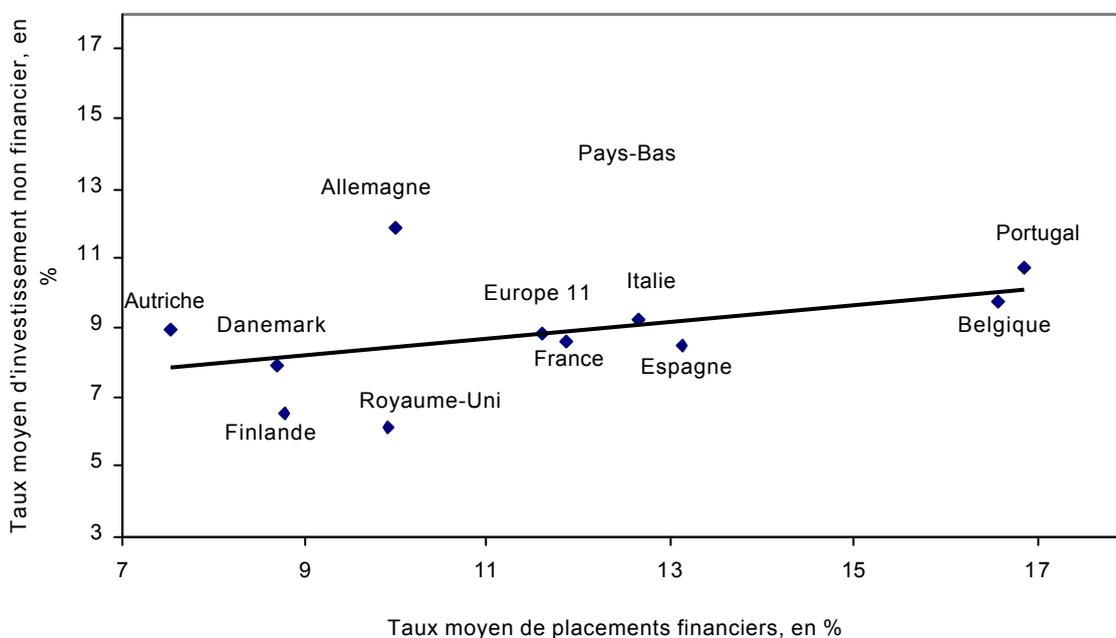
**Graphique 2.3**  
**Evolution temporelle**  
**Taux d'investissements physiques et taux de placements financiers**  
**dans les pays européens en moyenne pondérée**  
**sur la période 1995-2000**



Dans **l'espace**, comme le montre le graphique 2.4 (Pays-Bas inclus, mais Suède exclue en raison de sa spécificité logement), il convient d'être plus nuancé. Certes, la variabilité des taux d'investissement est un peu inférieure à celle des taux de placements financiers, mais en coupe instantanée internationale, c'est grossièrement plutôt une relation de complémentarité qui apparaît entre le taux de placements financiers et le taux d'investissements physiques : si le taux brut d'accumulation est important dans un pays, le cas le plus probable est qu'il correspond à la fois à un taux d'investissement physique plutôt élevé et à un taux de placements financiers également élevé. Mais comme le montre la position du nuage de points, cette relation est tout de même assez lâche : pour des taux de placements financiers assez voisins, l'Allemagne a un taux d'investissement physique élevé et le Royaume-Uni, un taux d'investissement spécialement faible.

Ici donc, contrairement à l'analyse qui a été menée sur les relations entre taux d'épargne et taux de recours au crédit, le synchronique ne conduit pas exactement au même résultat que le diachronique en ce qui concerne les relations entre taux d'investissement et taux de placements financiers. L'interprétation de cette différence n'est évidemment pas immédiate.

**Graphique 2.4**  
**Taux moyens de placements financiers et d'investissement non financier**  
**en Europe hors Suède**  
**(en % du RDB)**



## **2. L'ÉVOLUTION DES COMPORTEMENTS DES MÉNAGES EN 2000**

---

### **2.1. L'ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS DANS LES DIFFÉRENTS PAYS EN 2000**

Le tableau ci-dessous permet de rapprocher les équilibres ressources-emplois des douze pays pour lesquels les comptes financiers étaient publiés au moment de la rédaction de ce rapport. Malheureusement, pour quatre de ces pays, le dernier compte connu concerne 1999 (Autriche, Danemark, Italie), voire 1998 (Portugal).

**Tableau 2.13**  
**Equilibre Ressources-emplois en 2000**  
**(en % du RDB)**

	Allemagne	Autriche (1999)	Belgique	Danemark (1999)	Espagne	Finlande	France	Italie (1999)	Pays- Bas	Portugal (1998)	Royaume -Uni	Suède
<b>Ressources</b>												
Epargne brute	15,6	12,4	15,2	3,5	11,4	7,7	15,7	15,8	13,9	9,1	4,6	8,1
Variation de passif	3,2	4,0	2,3	10,0	10,5	4,3	3,1	3,8	20,5	16,1	8,2	8,8
Transferts en capital	1,4	1,1	-0,2	0,7	0,5	-0,2	0,5	0,1	-1,3	1,5	0,5	-0,2
Ajustement	-0,5	0,0	5,3	1,0	-1,0	4,7	1,0	2,6	1,5	4,6	-1,3	-1,8
Total	19,7	17,5	22,2	15,2	21,3	16,5	20,3	22,3	34,5	31,3	12,0	14,8
<b>Emplois</b>												
FBCF	11,6	8,8	9,4	8,3	9,9	7,3	9,0	9,4	14,8	11,5	6,5	4,3
Placements financiers	8,1	8,8	13,3	7,0	11,4	9,2	11,3	12,9	19,7	19,7	5,4	10,5
Total	19,7	17,5	22,7	15,2	21,3	16,5	20,3	22,3	34,5	31,3	12,0	14,8

Sur les huit pays pour lesquels nous possédons les comptes de l'année 2000, quatre font apparaître des taux d'accumulation en baisse par rapport à 1999, les quatre autres maintenant en général ce taux sans augmentation vraiment sensible.

Sur données pondérées (tableau 2.2), on parvient à un certain tassement du taux d'accumulation.

## **2.2. LES TAUX D'ÉPARGNE CONTINUENT DE SE TASSER, LE RECOURS AU CRÉDIT EST STABLE**

En Allemagne, en France et en Suède, les **taux d'épargne** des ménages sont à peu près stables en 2000 par rapport à 1999 ou ont même connu une légère remontée (tableau 2.3). Dans les autres pays pour lesquels l'information est disponible, ils ont continué de baisser, comme au cours des années précédentes. La baisse a été particulièrement sensible en Finlande (1,8 points de pourcentage), aux Pays-Bas (1,7 points) et en Belgique (1,5 points). Elle a été plus modérée au Royaume-Uni (0,7 point) et en Espagne (0,6 point). Globalement, en pondérant ces différents taux, on parvient à un tassement de l'ordre de 0,6 à 0,7 point en 2000, par rapport à 1999.

Parallèlement, les **taux de recours au crédit** ont augmenté en Suède et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni. Ils ont été stables ou pratiquement stables en Belgique, en Espagne et en France. Ils faisaient apparaître un léger reflux en Finlande, après le niveau relativement élevé de 1999, un reflux plus important aux Pays-Bas (2,4 points) et surtout en Allemagne (3,6 points). Cette dernière évolution a déjà été commentée : elle résulte d'une forte contraction des crédits à la construction et au logement, alors que le crédit à la consommation se maintenait au contraire tout à fait bien en Allemagne.

Globalement, pour les pays de la zone euro, l'évolution du passif des ménages (tableau 6.1 du Bulletin mensuel) fait apparaître, on l'a vu, un gonflement du recours au crédit en 1999 à 6,3% du RDB et une certaine retombée en 2000 à 5,0% du RDB. Sur des données nationales pondérées concernant les huit pays européens pour lesquels les comptes 2000 sont connus (tableau 2.2), l'évolution est de même sens, mais peut-être un peu moins prononcée.

S'agissant du crédit à la consommation, EUROFINAS donne, pour ses adhérents<sup>12</sup> et les types de crédits à la consommation qu'ils couvrent, une **croissance des encours** de 12,9% en 2000 qui est identique à celle qui avait été enregistrée en 1999 ; en revanche, la croissance des **crédits nouveaux** semble avoir fortement ralenti en 2000 par rapport 1999 (7,2% contre près de 20% en 1999).

En ce qui a trait au crédit hypothécaire, la Fédération hypothécaire européenne qui couvre les 15 pays de l'Union et la Norvège (European Mortgage Federation) fait apparaître, au total, pour 2000 une certaine décélération de la croissance de l'encours par rapport à 2000 : 7,5% de croissance contre 11,1% en 1999 ; mais ce taux de croissance de 2000 reste encore très proche de la croissance moyenne de l'encours de prêts hypothécaires sur la période 1990-2000 (8,2%)<sup>13</sup>.

Au total donc, sauf pour l'Allemagne et les Pays-Bas, l'utilisation du crédit par les ménages en 2000, semble en réalité s'être maintenue à un niveau assez comparable à celui de 1999. La légère baisse globale du poids de la variation de passif dans le revenu disponible, que nous avons signalée plus haut, pourrait alors être attribuée à une forte augmentation des remboursements, elle-même liée à l'augmentation des crédits nouveaux des années précédentes. On mesure ici l'intérêt qu'il y aurait à travailler, non pas sur les variations de passif, mais séparément sur les crédits nouveaux, d'une part, et sur les remboursements, d'autre part. Malheureusement, l'accès à ce type d'informations dans une majorité des pays européens peut encore demander un certain temps.

### 2.3. BONNE RESISTANCE DES INVESTISSEMENTS PHYSIQUES, MAIS POURSUITE DU TASSEMENT DES PLACEMENTS FINANCIERS

Les **taux d'investissement bruts** – si l'on excepte l'Allemagne – se sont au moins maintenus en 2000 par rapport à 1999 dans les autres pays pour lesquels l'information était disponible. Ils ont même progressé nettement aux Pays-Bas et en Espagne, plus modérément en Finlande et en Suède. L'année 2000 a donc été au

<sup>12</sup> Certains adhérents d'EUROFINAS ne sont pas membres de l'Union européenne (par exemple, la Suisse, la Turquie, la Norvège) et, en sens inverse, EUROFINAS ne couvre pas l'ensemble des crédits à la consommation dans les pays de l'Union.

<sup>13</sup> Mortgage Market Europe : Recent Trends and their Likely Impact on the Mortgage Industry, par Judith Hardt, secrétaire générale de la Fédération hypothécaire européenne, octobre 2001, 23 pages (sur le site Web de la fédération).

total en Europe une année où la FBCF des ménages s'est bien tenue. Ce que montrent les résultats obtenus sur données pondérées (tableau 2.2) ou le taux pondéré ressort à 9,5%.

S'agissant des **taux de placements financiers**, ils sont stables en France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, mais sont en reflux pour les six autres pays pour lesquels nous possédons l'information : l'année 2000 n'a donc pas été, au total, en Europe, une année d'augmentation des placements financiers. Sur données pondérées, un assez net reflux apparaît de l'ordre de 1,5 points de pourcentage (tableau 2.2)

Au total, l'année 2000 fait apparaître un certain tassement du taux d'épargne et du rapport de la variation de passif au RDB ; en conséquence, le taux brut d'accumulation, sur données pondérées, baisse de 1,5 points. Cette baisse n'a pas nui au taux d'investissement, mais s'est entièrement répercutée sur le taux de placements financiers des ménages, ce qui constitue une nouvelle illustration de la relative inertie des investissements, alors que le montant des placements financiers apparaît comme beaucoup plus malléable.

## **CHAPITRE 3**

### **LE PASSIF DES MÉNAGES**



Comme on l'a vu au chapitre précédent, le niveau et l'évolution du passif financier des ménages jouent un rôle tout à fait central dans les ajustements des comportements financiers des ménages depuis 1995. Qu'en a-t-il été de l'évolution de ce passif au cours de la période 1995-1999 et, plus près de nous, au cours de l'année 2000 ? Peut-on parler à cet égard d'une convergence des comportements au sein des pays de l'Union européenne ?

Après avoir précisé les informations disponibles dans ce domaine, nous étudierons l'évolution des passifs des ménages au cours de la période 1995-1999, puis, de façon plus précise au cours de l'année 2000. Nous examinerons, chemin faisant, dans la nomenclature disponible, les modifications éventuelles qu'on pu subir ces passifs dans leur composition.

## **1. LES INFORMATIONS DISPONIBLES SUR LE PASSIF FINANCIER DES MÉNAGES**

---

Dans ce qui suit, nous n'évoquons que le passif financier des ménages couvrant l'ensemble de la rubrique F4. Nous laissons de côté la rubrique F7 (« Autres comptes à payer ») qui comprend les dettes commerciales, les dettes fiscales et « sociales » et les ajustements comptables. Cette dernière rubrique est en effet inégalement renseignée selon les pays et, en la prenant en compte, nous risquerions d'introduire de fâcheuses hétérogénéités dans les comparaisons entre pays européens.

La rubrique F4 couvre ici l'ensemble des crédits accordés par les institutions financières (monétaires ou non monétaires) aux secteurs 14 et 15 (ménages et organismes sans but lucratif) des différents pays de l'Union européenne.

En ce qui concerne les différents types de crédits, le SEC 1995 ne prévoit que la distinction entre les crédits de court terme ( F.41, à échéance d'au plus un an, mais dans certains cas exceptionnels de deux ans) et les crédits à long terme (F.42, tous les crédits plus longs). Le manuel des comptes explique qu'il n'est pas prévu de subdiviser ces deux rubriques en « sous-positions » suivant l'utilisation qui est faite de ces crédits<sup>1</sup>, mais qu'il peut néanmoins être pertinent, dans l'analyse, de ventiler les crédits à long terme en crédits à la consommation, prêts hypothécaires (dont la définition peut faire l'objet de certaines adaptations en fonction de pratiques nationales) et « autres crédits ».

Ajoutons que, pour pousser plus loin l'analyse, notamment en matière de charges supportées par les ménages, au-delà de la ventilation entre crédits à la consommation et crédits hypothécaires, il serait indispensable de disposer d'indicateurs globaux intégrant à la fois les charges d'intérêt et le poids des remboursements en capital, évidemment liés à la durée des crédits.

Malheureusement, de tels indicateurs sont encore rares. Les développements qui suivent ne pourront donc le plus souvent s'appuyer que sur la distinction, à coup sûr très insuffisante, entre passif à court terme et passif à long terme.

---

<sup>1</sup> Système européen des comptes, SEC 1995, op.cit., page 115.

## **2. L'ÉVOLUTION DU PASSIF PAR PAYS ENTRE 1995 ET 1999**

---

Sur les 11 pays pour lesquels des informations sur le passif des ménages sont disponibles, deux font apparaître une croissance très forte de ce passif entre 1995 et 1999 : les Pays-Bas et l'Espagne ; deux font apparaître au contraire une croissance modeste : la Finlande et la France. Les sept autres pays font certes encore ressortir des rythmes de développement différents, mais avec un éventail de taux de croissance relativement fermé (entre 4,5 et 6% par an en valeur réelle). Ces derniers taux sont très généralement supérieurs à la croissance du revenu disponible, mais inférieurs à celle du patrimoine financier.

### **2.1. QUATRE INDICATEURS D'ENDETTEMENT**

On peut calculer quatre indicateurs d'évolution des passifs :

- ◆ le taux de croissance nominal et réel de ce passif financier ;
- ◆ le rapport du passif au revenu disponible brut ;
- ◆ le rapport de la variation de passif au revenu disponible (« taux de recours au crédit ») ;
- ◆ enfin, le rapport du passif au montant brut du patrimoine financier.

Chacun des pays pour lesquels ces informations existent peut donc être étudié de ce quadruple point de vue.

**Tableau 3.1**  
**Croissance nominale et réelle du passif financier des ménages**

	1995-1999	2000	1995-2000	Croissance réelle 1995-2000
Royaume-Uni	5,7	9,5	6,4	3,8
Allemagne	6,1	3,1	5,5	4,8
France	3,9	5,6	4,2	3,4
Italie	8,8	9,7	9,0	6,0
Pays-Bas	14,6	12,9	14,3	12,1
Espagne	15,2	17,1	15,6	12,3
Belgique	6,3	3,7	5,7	4,3
Suède	5,7	5,7	5,7	4,5
Autriche	4,8	9,6	5,8	4,6
Danemark	6,3	nd	nd	3,5 (1995/1999)
Finlande	3,3	7,9	4,2	2,5
Portugal	nd	nd	nd	nd

Le **Royaume-Uni** a, en 1995, un rapport passif / RDB déjà proche de l'unité. Avec une croissance réelle de 3,8% entre 1995 et 2000, ce rapport augmente encore sur la période, même si l'augmentation est à un rythme modéré. Par rapport au patrimoine financier en revanche, ce passif a plutôt tendance à décroître.

L'**Allemagne** a, dès 1995, un rapport du passif au RDB des ménages qui est élevé. Le taux de croissance du passif est nettement supérieur au rythme de croissance du RDB : le rapport passif/RDB augmente assez régulièrement entre 1995 et 1999. Il n'en est pas de même du rapport du passif au patrimoine financier : ce rapport est, lui aussi, déjà élevé en 1995, mais il a plutôt tendance à se tasser entre 1995 et 1999.

La **France** a un rapport du passif des ménages au RDB qui est relativement faible en 1995 ; le taux de croissance de ce passif est assez modeste, à peine supérieur au taux de croissance du RDB : le rapport passif/RDB ne connaît donc qu'une faible croissance entre 1995 et 1999. Quant au rapport passif/patrimoine financier, il est franchement décroissant puisqu'il perd près de 8 points de pourcentage entre ces deux dates.

L'**Italie** connaît au cours de la période une croissance assez soutenue du passif des ménages, mais en partant d'un niveau très modeste : le rapport du passif au RDB augmente de 1995 à 1999, mais reste encore inférieur à un tiers en 1999. Quant au rapport du passif au patrimoine financier, il est à peu près stable au cours de la période, autour de 10%, niveau le plus faible de ceux qui ont pu être observés dans l'Union.

Les **Pays-Bas** ont l'un des taux de croissance du passif le plus élevés au cours des quatre années (près de 15% en valeur nominale) : la croissance du rapport du passif au RDB est dès lors très rapide et, en 1999, il dépasse 160%. La croissance du passif au patrimoine financier est moins spectaculaire car le dynamisme du patrimoine financier est fort et comme, en outre, en niveau, ce patrimoine financier est important, le rapport reste inférieur à 30% en 1999.

En **Espagne**, le passif des ménages connaît aussi une forte croissance (plus de 15% en valeur nominale) ; mais le niveau de départ était modeste : la croissance du rapport du passif au RDB l'amène tout de même à 66% en 1999. En revanche, le ratio du passif au patrimoine financier reste stable aux alentours de 10% : c'est que la patrimoine financier a lui-même connu une forte croissance.

**Tableau 3.2**  
**Rapport du passif financier des ménages à leur revenu disponible brut**  
**(en fin d'année)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Royaume-Uni	0,98	1,08	1,00	0,97	1,10	1,06
Allemagne	0,90	0,95	1,00	1,04	1,07	1,07
France	0,55	0,55	0,56	0,56	0,57	0,58
Italie	0,27	0,25	0,25	0,28	0,31	0,33
Pays-Bas	1,07	1,17	1,32	1,45	1,64	1,79
Espagne	0,45	0,46	0,52	0,58	0,66	0,75
Belgique	0,53	0,56	0,61	0,64	0,65	0,65
Suède	0,95	0,88	0,90	0,88	1,03	1,04
Autriche	0,52	0,54	0,57	0,57	0,59	0,63
Danemark	1,59	1,64	1,73	1,82	1,86	nd
Finlande	0,58	0,56	0,53	0,55	0,56	0,58
Portugal	nd	nd	nd	nd	0,82	nd

La croissance du passif des ménages en **Belgique** reste modérée entre 1995 et 1999 (6,3% par an en valeur nominale). Cela est tout de même supérieur au rythme de croissance de leur revenu disponible et le rapport passif/RDB s'accroît donc, mais reste cependant inférieur au deux tiers du RDB à la fin de l'année 1999. Comme, d'autre part, le patrimoine financier des Belges augmente rapidement, le rapport passif/RDB décroît nettement passant de plus de 15% fin 1995, à moins de 13% fin 1999.

La **Suède** fait apparaître une croissance très raisonnable du passif des ménages (moins de 6% par an en valeur nominale). Aussi, le rapport passif/RDB a d'abord plutôt tendance à décroître, mais il remonte en 1999 : la progression entre le début et la fin de période, n'est cependant que de 8 points de pourcentage du RDB. S'agissant du rapport passif/patrimoine financier, il décroît nettement sur la période : 59% en 1995 et moins de 40% en 1999<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Ces deux ratios par rapport au RDB et par rapport au patrimoine financier paraissent cependant élevés pour un pays où le logement coopératif est important

**Tableau 3.3**  
**Taux de recours au crédit (variation de passif/RDB)**  
**(en %)**

	Moyenne 1995-1999	2000
Royaume-Uni	6,0	8,2
Allemagne	5,8	3,2
France	2,1	3,1
Italie	2,3	nd
Pays-Bas	16,3	20,5
Espagne	6,7	10,5
Belgique	3,3	2,3
Suède	5,1	8,8
Autriche	2,6	nd
Danemark	10,5	nd
Finlande	0,9	4,3

L'**Autriche** a, jusqu'en 1999 un taux de croissance du passif des ménages très modeste. Aussi bien, la croissance du rapport passif/RDB reste-t-elle limitée : en 1999, ce rapport reste encore inférieur aux deux cinquièmes du RDB des ménages, ce qui situe l'Autriche, dans ce domaine, à peu près au niveau de la France ou de la Finlande, mais tout de même loin devant l'Italie. Quant au rapport passif/patrimoine financier, il connaît au cours de la période des fluctuations à la baisse et tombe au-dessous de 26% à la fin de 1999.

Le **Danemark** a, en 1995, le passif le plus élevé de l'ensemble des pays étudiés, que ce soit par rapport au RDB (159% !) ou par rapport au patrimoine financier (près de 68%). Son rythme de croissance sur les quatre années de la période reste tout à fait mesuré ; le rapport au RDB continue cependant de croître pour atteindre 186% à la fin de 1999. Mais son rapport au patrimoine financier, malgré ses fluctuations, a plutôt tendance à se tasser.

S'agissant enfin de la **Finlande**, on a affaire à une croissance réelle du crédit très lente entre 1995 et 1999 de telle sorte que, après certaines fluctuations, le rapport passif/RDB se retrouve en 1999 au-dessous de son niveau de 1995 : c'est le seul

pays dans ce cas. Comme le patrimoine financier a crû de façon assez substantielle, le ration passif/patrimoine financier baisse de plus de 10 points entre fin 1995 (près de 30%) et fin 1999 (à peine plus de 19%)<sup>3</sup>.

**Tableau 3.4**  
**Rapport du passif financier des ménages à leur patrimoine financier**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Royaume-Uni	25,8	25,2	22,2	21,9	20,1	23,4
Allemagne	42,5	42,6	41,7	41,8	40,9	41,3
France	23,7	21,8	20,1	18,5	16,1	16,4
Italie	10,4	10,3	10,0	9,7	10,1	10,2
Pays-Bas	26,3	26,8	27,4	28,3	29,1	31,6
Espagne	23,3	22,2	21,9	22,2	22,4	25,6
Belgique	15,2	14,4	14,1	13,6	12,8	12,5
Suède	59,0	50,2	44,8	44,3	39,6	44,3
Autriche	27,7	27,6	24,4	26,3	25,7	26,5
Danemark	67,5	66,5	63,5	67,8	63,0	nd
Finlande	29,7	24,8	22,2	20,8	19,3	20,1
Portugal	nd	nd	nd	nd	28,2	nd

Au total, au cours de la période 1995-1999 qui a suivi la crise immobilière des années 1990-1993, le passif financier des ménages s'est développé le plus souvent plus vite que leur revenu disponible, mais moins vite que leur patrimoine financier. A l'analyse, une grande diversité de situations se manifeste :

- ♦ du point de vue de la croissance de ce passif, on peut isoler, d'un côté, les pays à faible ou très faible croissance (France, Finlande, Danemark) et les pays à très forte croissance (Pays-Bas, Espagne) ;

<sup>3</sup> Une des raisons de la relative faiblesse du passif des ménages finlandais est probablement le rôle joué par le logement coopératif.

- ♦ du point de vue du niveau d'endettement en 1999 (dans l'absolue, par rapport au RDB ou au patrimoine financier), on doit distinguer, d'un côté les pays à très faible endettement (l'Italie apparaît ici comme assez isolée) et les pays à fort endettement (Danemark, Pays-Bas, dans une moindre mesure, Royaume-Uni, Allemagne).

Si l'on veut prendre maintenant une vue d'ensemble de la progression du passif financier des ménages au sein de **l'ensemble de la zone euro**, on peut utiliser les informations publiées au tableau 6.1 de la partie statistique du Bulletin mensuel de la BCE et qui concernent le passif correspondant aux crédits obtenus par les ménages et les institutions sans buts lucratifs (S14 et S15) auprès des IFM de la zone euro et d'autres sociétés financières.

**Tableau 3.5**  
**Passif financier des ménages de la zone euro\***

	Court terme		Long terme		Total		Rapport Passif/PIB (en %)
	Encours (fin d'année)	Flux	Encours (fin d'année)	Flux	Encours (fin d'année)	Flux	
1997	225,0	nd	2.286,1	nd	2.511,1	nd	44,5
1998	240,3	15,9	2.473,8	206,1	2.714,1	222,1	46,2
1999	264,2	21,4	2.709,3	261,4	2.973,5	282,7	48,5
2000	281,6	16,1	2.907,4	200,1	3.189,0	216,4	49,6

\* On observera que cette distinction entre crédits à court terme et crédits à moyen et long terme ne donne aucune information précise sur la ventilation des crédits, pourtant très utile, entre crédits à l'habitat, crédits à la consommation et crédits professionnels.

Au cours des années 1997-2000, le passif financier des ménages de la zone a crû au rythme nominal annuel de 8,3%, ce qui est presque le double de la croissance du PIB (4,4% par an). De ce fait, on enregistre une forte croissance du rapport passif financier des ménages sur PIB (à défaut du revenu disponible des ménages qui n'est pas encore publié) : moins de 45% à la fin de 1997, mais près de 50% à la fin 2000. La croissance du passif a été plus élevée que la moyenne en 1999 (9,6%) et le rapport passif/PIB augmente vigoureusement. Cette croissance est un peu retombée en 2000 (7,2%), mais est restée forte : le rapport du passif au PIB a naturellement continué de croître.

## 2.2. ELEMENTS D'ANALYSE DU NIVEAU D'ENDETTEMENT

Nous ne disposons pas, comme il a été dit, d'indicateur global des charges pesant sur les ménages du fait de l'endettement. Mais, grâce à la Fédération hypothécaire européenne, nous possédons, pour 2000, par pays, certaines informations intéressantes touchant aux prêts hypothécaires accordés aux particuliers :

- leur montant moyen ;
- le rapport du prêt à la valeur de l'actif immobilier ;
- la durée du prêt au moment de la souscription.

**Tableau 3.6**  
**Caractéristiques des prêts hypothécaires en Europe**

	Montant du prêt (en euros)	Ratio du prêt à la valeur du bien (en %)	Durée du prêt au moment de la souscription (en année)
Danemark	107 000	80	30
Pays-Bas	122 000	72	30
Suède	119 000	70	30
Allemagne	176 000	67	28
Royaume-Uni	114 000	69	25
Irlande	158 530	90	20
Norvège	108 454	70	nd
Espagne	67 500	70	16
Grèce	45 000	47	15
France	80 000	67	15
Italie	75 000	50	10
Moyenne simple	106 454	70	20,4

Source : Fédération hypothécaire européenne

Plus encore qu'au rapport prêts/valeur du bien, le prêt moyen est sensible à la durée de prêts au moment de la souscription. La différence de prêt moyen et de passif hypothécaire entre, d'une part, le Danemark, l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, d'autre part, l'Espagne, la France et l'Italie, s'explique en grande partie par des durées de prêts très différentes au moment de la souscription : de 25 à 30 ans pour le premier groupe de pays, de 10 à 16 ans pour le second.

Sans information de ce type, on est donc naturellement dans l'incapacité d'interpréter correctement les différences de comportement d'endettement des ménages, d'un pays à l'autre

### **3. L'ÉVOLUTION DU PASSIF DES MÉNAGES PAR PAYS EN 2000**

---

#### **3.1. La croissance du passif des ménages en cours d'année**

Au cours de l'année 2000, le rythme de croissance du passif s'est encore accéléré par rapport à la période 1995-1999 dans une moitié des pays étudiés. Cela a été le cas en France, en Autriche, en Finlande et même en Espagne où le niveau de croissance était pourtant déjà spécialement élevé. Dans les autres pays, la croissance ou bien s'est maintenue (Suède) ou bien a décéléré (Allemagne, Belgique et même Pays-Bas où la décélération a cependant été très limitée).

On a donc affaire à des situations parfois contrastées, difficiles à mettre en relation avec la seule croissance du PIB ou du RDB.

#### **3.2. L'endettement dans les pays de l'Union européenne à la fin de 2000**

Fin 2000, la hiérarchie du passif financier par habitant dans les 12 pays étudiés figure au tableau ci-dessous : comme le laissaient présager les analyses menées sur la période 1995-1999, le Danemark et les Pays-Bas viennent nettement en tête. Un second groupe de pays rassemble l'Allemagne, le Royaume-Uni et la Suède. Plus loin apparaissent l'Autriche, la Belgique, la France et la Finlande. L'Espagne, en antépénultième position, pourrait assez vite rejoindre ce groupe. Le Portugal, en pénultième position, a certainement connu au cours des dernières années un rythme de développement de son passif très rapide. Quant à l'Italie, elle continue d'occuper la dernière place, avec un niveau d'endettement fort modeste

**Tableau 3.7**  
**Passif des ménages par habitant fin 2000**  
**(en euros)**

Danemark	26.245 (1999)
Pays-Bas	23.380
Allemagne	18.112
Royaume-Uni	16.209
Suède	14.225
Autriche	10123
Belgique	9.706
France	9.002
Finlande	7.846
Espagne	7.330
Portugal	5.980 (1999)
Italie	4.561

Il est regrettable que l'on ne dispose pas de ventilation précise des encours de crédit selon leur destination. En utilisant des sources diverses<sup>4</sup>, on parvient cependant, au moins pour six pays européens, au classement du crédit à la consommation figurant au tableau 3.8. Selon l'encours par habitant fin 1999, le Royaume-Uni dépasse l'Allemagne de près de 20%. La France et l'Espagne sont assez proches l'une de l'autre : la croissance de l'encours en Espagne sur la période 1993-1999 a été sensiblement plus rapide qu'en France. La Belgique est déjà plus loin, avec une très modeste croissance entre 1993 et 1999. Enfin l'Italie vient loin derrière, malgré une forte croissance 1993-1999, mais elle partait de très bas.

<sup>4</sup> COFIDIS, Note d'information n°8, *Cadran COFIDIS*, janvier 2001.

**Tableau 3.8**  
**Classement de quelques pays selon l'encours de crédits à la consommation par habitant fin 1999 (en euros)**

		<b>Croissance 1993-1999 (en % par an)</b>
Royaume-Uni	3.125	13,8
Allemagne	2.629	3,1
France	1.536	7,1
Espagne	1.385	9,9
Belgique	1.170	2,0
Italie	561	11,3

Source : Cadran Cofidis, Note d'information n° 8, janvier 2001

Si l'on tente de situer le poids relatif de l'encours de crédit à la consommation par rapport à l'ensemble du passif, des pays comme la Belgique, l'Italie ou l'Allemagne font ressortir fin 1999, des parts de l'ordre de 13 à 15%. En France, au Royaume-Uni et en Espagne, ces parts étaient plutôt de l'ordre de 18 à 19% de la totalité des encours. On a donc affaire à des situations qui sont tout de même assez différentes de ce point de vue.

En revanche, si l'on utilise la distinction disponible entre les crédits à moins d'un an et les crédits à au moins un an, on a l'impression d'une assez grande similitude de situation d'un pays à l'autre au cours de la période étudiée. Si l'on met à part le cas de l'Italie où, même en 2000, les crédits longs n'atteignent pas 80% du total de l'encours, dans tous les autres pays, elle se situe plutôt au-dessus de 90%, avec une certaine tendance à l'augmentation sur la période pour des pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Espagne, alors qu'elle est grosso modo stable ailleurs.

**Tableau 3.9**  
**Part des crédits à un an et plus dans le passif total des ménages**

	1995	1998	2000
Allemagne	90,9	91,9	92,4
France	90,8	92,2	89,2
Italie	73,4	77,1	79,9
Pays-Bas	91,3	93,1	94,0
Espagne	90,2	92,1	93,0
Belgique	92,5	92,0	92,4
Autriche	90,3	89,3	90,3

Pour résumer finalement de façon succincte la situation respective des 11 pays sur lesquels l'information était disponible, nous pouvons essayer de les classer en fonction du niveau d'endettement (par habitant, par rapport au RDB) et de leur rythme de croissance entre 1995 et 2000. Le Danemark, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la Suède font ressortir un niveau d'endettement relativement important et qui n'est pas récent puisque le taux de croissance de ce passif a été modéré entre 1995 et 2000. Les Pays-Bas font également apparaître un endettement élevé, mais plus récent : le passif des ménages s'y est très fortement développé entre 1995 et 2000. L'Autriche, la Belgique, la France et la Finlande conservent un niveau d'endettement plutôt modeste et la progression de cet endettement y a été modérée au cours de la période considérée. Enfin l'Espagne et surtout l'Italie se situent encore, elles aussi, à un niveau modéré d'endettement, malgré une forte ou très forte croissance du passif des ménages. Cela signifie que, notamment dans le cas de l'Espagne, si ce dynamisme se prolongeait, elle ne tarderait pas à se rapprocher des pays qui la précèdent encore du point de vue de leur niveau absolue ou relatif de passif.

**Tableau 3.10**  
**Classement des pays selon le niveau d'endettement des ménages**  
**et la croissance de leur passif entre 1995 et 2000**

		Endettement élevé en 2000	
		Oui	Non
Croissance très forte entre 1995 et 2000	Oui	Pays-Bas	Espagne Italie
	Non	Danemark Allemagne Royaume-Uni Suède	Autriche Belgique France Finlande

S'agissant du niveau d'endettement atteint fin 2000, une partie des différences entre pays s'explique certainement par les différences de durée des prêts au moment de la souscription ; on a montré que cela était vrai des prêts hypothécaires, mais cela l'est aussi vraisemblablement des prêts à la consommation sur la durée moyenne desquels on ne possède pas d'informations standardisées pour les différents pays européens.

**CHAPITRE 4**

**LA CROISSANCE  
DES PATRIMOINES FINANCIERS**



Avant de mesurer et d'analyser la croissance des patrimoines financiers des ménages, on fournira certaines informations sur les montants de ces patrimoines à la fin de l'année 2000

### **1. MONTANT TOTAL ET MONTANT PAR TÊTE DES PATRIMOINES FINANCIERS A LA FIN DE L'ANNEE 2000 : DES POIDS ÉVIDEMMENT TRÈS DIFFÉRENTS D'UN PAYS À L'AUTRE**

Le tableau 4.1 fournit, pour 12 pays de l'Union européenne, le montant total du patrimoine financier des ménages. Le poids du Royaume-Uni est considérable : il s'élève à 23% de l'ensemble du patrimoine financier global des ménages ; en 1999, avec la bonne tenue de la Bourse, cette part était supérieure à 25%. Le Royaume-Uni joint en effet à une population importante un patrimoine moyen par tête élevé (tableau 4.2). L'Espagne a aussi une population importante (près de 11% du total des 12 pays), mais un patrimoine par tête modeste, de sorte que sa part de patrimoine financier ne dépasse guère 6% du total.

**Tableau 4.1**  
**Poids de douze pays de l'Union européenne**  
**en ce qui concerne le patrimoine financier des ménages**  
**à la fin de l'année 2000**

	En mds d'euros	Part dans le total	Part dans la population
Royaume-Uni	4 114,3	23,0	16,2
Allemagne	3 598,4	20,2	22,9
France*	3 210,5	18,0	16,3
Italie	2 571,5	14,4	16,0
Pays-Bas	1 169,5	6,6	4,3
Espagne	1 128,0	6,3	10,9
Belgique	790,0	4,4	2,8
Autriche	309,6	1,7	2,3
Suède	305,2	1,7	2,5
Danemark (1999)	245,6	1,4	1,5
Portugal (1999)	211,9	1,2	2,8
Finlande *	202,5	1,1	1,5
Total	1 803,3	100,0	100,0

\* La prise en compte des actions non cotées est certainement beaucoup plus complète en France et en Finlande qu'elle ne l'est dans les autres pays de l'Union.

En ce qui concerne le patrimoine financier par tête, fin 1999, c'étaient les Pays-Bas qui occupaient la tête du classement ; mais, dans le courant de l'année 2000, le patrimoine financier des ménages belges semble avoir crû plus vite que celui des ménages néerlandais : ce sont donc les ménages belges qui ont, à la fin de l'année 2000, le patrimoine financier le plus élevé des douze pays de l'Union pour lesquels l'information est disponible. Entre le premier et le dernier du classement, soit entre la Belgique et le Portugal, c'est un rapport de 3,65 qui s'établit. S'agissant de la France et de la Finlande, comme indiqué en pied de tableaux 4.1 et 4.2, la valorisation plus complète des actions non cotées et des « autres participations » a certainement pour conséquence de majorer leur patrimoine par rapport aux autres pays, malheureusement dans une proportion qu'il est impossible de préciser.

Sous cette réserve importante, plusieurs groupes de pays apparaissent.

- ♦ Le groupe des trois pays les plus riches (Belgique, Pays-Bas et Royaume-Uni) est largement détaché des autres : on observera que dans deux sur trois de ces pays (Pays-Bas et Royaume-Uni), les fonds de pension jouent un rôle important au niveau du second pilier de la protection vieillesse.
- ♦ Le groupe suivant rassemble le plus grand nombre de pays ; ce sont tous des pays dont le patrimoine financier par tête est supérieur à 40.000 euros, par ordre décroissant : France, Danemark, Italie, Allemagne.
- ♦ Le troisième groupe rassemble les pays dont le patrimoine par tête est compris entre 34.000 et 40.000 euros : Finlande, Autriche et Suède.
- ♦ Le groupe de patrimoines les plus modestes rassemble l'Espagne et le Portugal.

**Tableau 4.2**  
**Patrimoine financier par tête à la fin de 2000**  
**(en euros)**

Belgique	77 451
Pays-Bas	74 020
Royaume-Uni	69 381
France *	54 787
Danemark (1999)	46 338
Italie	44 566
Allemagne	43 830
Finlande *	38 942
Autriche	38 217
Suède	34.300
Espagne	28 630
Portugal (1999)	21 190
Moyenne	48 845

\* La prise en compte plus complète des actions non cotées et « autres participations » en France et en Finlande a pour conséquence de majorer leur patrimoine par tête.

On observera que la hiérarchie mise en évidence dans le tableau 4.2 n'est pas exactement celle que donne le PIB par tête (en parité de pouvoir d'achat), hiérarchie dont les écarts sont beaucoup plus réduits (le facteur multiplicateur est inférieur à 1,5 entre le plus élevé et le plus faible, en 1999). Néanmoins, dans les 12 pays étudiés, Pays-Bas et Belgique ont le PIB par tête le plus élevé et Espagne et Portugal, le PIB par tête le plus faible. Le reste du classement des patrimoines par tête est moins conforme à la hiérarchie établie selon le PIB.

Au-delà du niveau de développement que mesure le PIB par tête, de nombreux facteurs spécifiques interviennent donc qui ont pour conséquence de creuser fortement les écarts et, souvent, de modifier la hiérarchie établie sur les différents pays.

## **2. UNE FORTE INFLEXION DE LA CROISSANCE EN 2000 APRES PLUSIEURS ANNEES DE CROISSANCE RAPIDE**

Entre 1995 et 1999, la croissance des patrimoines financiers des ménages a été particulièrement soutenue. C'est en Autriche et en Allemagne qu'elle est restée la plus modeste avec une moyenne de croissance nominale autour de 7% : il s'agit pourtant là, dans les deux pays, d'une croissance supérieure à celle du revenu disponible des ménages au cours de la même période. Dans les autres pays, la croissance des patrimoines financiers atteint ou, le plus souvent, dépasse largement 10% : on assiste en effet à la conjonction de taux de placements financiers relativement élevés et de plus-values en capital importantes. Le record est atteint sur cette période par le patrimoine financier des Suédois qui a crû de près de 19% par an.

**Tableau 4.3**  
**Taux de croissance nominale du patrimoine financier global des ménage**  
**(en %)**

	1995-1999	2000	Ensemble
Royaume-Uni	13,6	- 6,1	9,3
Allemagne	7,2	1,9	6,1
France	14,4	3,8	12,2
Italie	9,5	8,6	9,3
Pays-Bas	11,8	3,8	10,2
Espagne	16,4	2,5	13,5
Belgique	11,0	5,5	9,9
Suède	18,6	- 5,7	13,3
Autriche	6,8	6,4	6,7
Danemark	8,1	nd	8,1*
Finlande	14,9	3,6	12,6
Portugal	nd	nd	nd

\* Entre 1995 et 1999

Dans tous les pays, la croissance du patrimoine financier a été rapide, voire très rapide, au cours de la période 1995-1999 (croissance annuelle comprise entre 7 et 18%), mais elle a connu une nette inflexion au cours de l'année 2000 et pour deux pays, le Royaume-Uni et la Suède, elle est même devenue nettement négative. L'explication de ces évolutions doit naturellement faire intervenir les variations dues aux « volumes » (les placements nouveaux) et celles qui sont dues aux mouvements de prix des actifs au-delà de la croissance générale des prix (variation des prix relatifs).

S'agissant de la mise en évidence rigoureuse du rôle des mouvements de prix dans la croissance des patrimoines, elle achoppe sur le manque d'informations : fort peu de pays, en effet, publient des comptes de variation de patrimoine faisant la distinction entre les « réévaluations » et les « autres changements en volume » (changement de nature des actifs, changement de classement sectoriel des « unités »)<sup>1</sup>. On est donc contraint de faire ci-après l'hypothèse que, sur la période considérée, les « autres changements en volume » restent modestes. On affecte alors, de façon un peu conventionnelle, aux « réévaluations » la totalité de la différence entre le patrimoine financier de clôture, d'une part, et d'autre part la somme du patrimoine d'ouverture et du flux nouveau de placements financiers de l'année. Il s'agit naturellement d'un pis-aller.

Sous cette hypothèse grossière, on a calculé la part des « volumes » et des « prix » dans la croissance réelle (le déflateur a été l'indice de prix implicite du PIB) du patrimoine financier de 11 pays européens pour lesquels l'information était disponible.

---

<sup>1</sup> Voir *Système Européen des Comptes*, SEC 1995, EUROSTAT, juin 1996, pages 128 à 132.

**Tableau 4.4**  
**Part des « volumes » et des « prix » dans la croissance réelle**  
**du patrimoine financier des ménages (1995-2000)**  
**(en %)**

	Croissance nominale	Prix PIB	Croissance réelle	Croissance en volume	Croissance en prix relatif
Suède	13,3	1,1	12,1	4,8	7,0
France	12,2	0,8	11,3	5,0	6,0
Finlande	12,6	1,7	10,7	4,8	5,6
Espagne	13,5	2,9	10,3	6,9	3,2
Belgique	9,9	1,3	8,5	5,3	3,0
Pays-Bas	10,2	2,0	8,0	5,6	2,3
Royaume-Uni	9,3	2,7	6,4	2,6	3,7
Italie	9,3	2,8	6,3	5,0	1,2
Autriche	6,7	1,1	5,5	nd	nd
Allemagne	6,1	0,7	5,4	4,5	0,9
Danemark (1995-1999)	8,1	2,7	5,3	nd	nd

En ce qui concerne la croissance réelle des patrimoines sur l'ensemble de la période, le rythme le plus faible est observé en Allemagne, en Autriche et au Danemark (entre 5 et 5,5% par an), le plus élevé – c'est pratiquement du simple au double - en France, en Espagne, en Suède et en Finlande (entre 10 et 12%). La contribution des nouveaux placements à la croissance réelle est remarquablement homogène pour 9 des 11 pays étudiés : si l'on excepte le Royaume-Uni où la croissance en volume est faible en raison de placements financiers plutôt modestes sur la période et, à l'autre extrémité, l'Espagne qui est dans une situation symétrique, **la croissance due au flux nouveau de placements financiers est comprise, pour les 9 autres pays, entre 4,8 et 5,6% par an.** C'est un résultat assez remarquable, qui manifeste sans doute certaines similitudes de comportements des ménages des différents pays concernés à l'égard de l'épargne sous forme de placements financiers.

Compte tenu de ce qui a été dit plus haut, il faut naturellement commenter avec prudence les résultats obtenus en ce qui concerne **le rôle de l'augmentation des prix relatifs d'actifs patrimoniaux dans la croissance**. Ces résultats font, au contraire des « volumes », apparaître **un éventail largement ouvert de situations** : en France, en Suède et en Finlande, la contribution des « prix » à la croissance réelle est considérable (entre 5,6 et 7% par an) : en ce qui concerne les deux premiers pays, on sait que les actions non cotées y sont plus largement valorisées qu'ailleurs ; s'agissant de la Suède, on verra plus bas que les contrats d'assurance-vie en unités de compte semblent à l'origine d'une bonne partie des plus values qui sont apparues. Tout cela demande naturellement les confirmations et les rectifications nécessaires. A l'opposé, les plus-values en capital paraissent jouer un rôle fort modeste dans la croissance des patrimoines financiers des ménages dans des pays comme l'Allemagne, l'Italie et, vraisemblablement, l'Autriche. En ce qui concerne l'Allemagne et l'Autriche, ce ne serait pas étonnant, car la part des actions dans le patrimoine financier des ménages, malgré son développement récent, reste modeste. On voudrait cependant être sûr que cette faiblesse ne résulte pas, au moins dans le cas de l'Allemagne, d'une insuffisante prise en compte des sociétés non cotées et des « autres participations ». Dans le cas de l'Italie, le faible rôle des plus-values est plus surprenant car, en fin de période, la part du portefeuille « actions » dans le patrimoine financier est considérable ; mais il est vrai que son fort développement n'est apparu qu'à partir de 1998. Il faudrait cependant être certain que cette modestie des plus-values ne résulte pas de méthodes de calcul ayant pour résultat de les minorer par rapport aux résultats qu'obtiennent, dans ce domaine, d'autres comptes nationaux.

Revenons à présent à l'inflexion de la croissance des patrimoines financiers au cours de l'année 2000 que nous avons signalée plus haut. **L'année 2000** marque, du point de vue de la croissance des patrimoines financiers, **un incontestable tassement** : à part l'Italie et l'Autriche où le reflux de la croissance reste très modéré, dans tous les autres pays, les taux de croissance sont divisés par 3 ou 4 par rapport à ceux qui sont observés au cours de la période 1995-1999. Au Royaume-Uni et en Suède, c'est, on l'a vu, à une nette diminution de la valeur nominale des patrimoines financiers que nous assistons.

Les raisons de cette inflexion sont faciles à trouver. Elle n'est due que pour une faible part à la baisse des flux de placements. Certes, en raison de la tendance signalée au chapitre 3, les taux de placements financiers sont plus faibles en 2000 que sur la moyenne 1995-1999, mais dans presque tous les pays, ils sont très proches de ceux de 1999.

**Tableau 4.5**  
**Taux de placements financiers des ménages**

	Moyenne 1995-1999	2000
Allemagne	10,4	8,1
Autriche	7,7	nd
Belgique	17,2	13,3
Danemark	8,7	nd
Espagne	13,5	11,3
Finlande	8,7	9,2
France	12,0	11,3
Italie	12,6	nd
Pays-Bas	21,7	19,7
Portugal	16,9	12,3
Royaume-Uni	10,8	5,4
Suède	8,9	10,5

L'inflexion est en fait clairement provoquée par les évolutions de prix des actifs de marché : les importantes plus-values de la période 1995-1999 ont en effet été le plus souvent remplacées par des moins-values qui ont considérablement freiné la croissance des patrimoines financiers. Comme on peut le constater ci-dessous, la contribution des évolutions de prix relatifs des actifs patrimoniaux serait, en 2000, négative dans six cas sur neuf ; elle est même très fortement négative au Royaume-Uni et en Suède. Elle est nulle en France et très faible en Belgique. Curieusement, elle ne reste assez importante que dans le cas de l'Italie, ce qui exigerait probablement une vérification.

**Tableau 4.6**  
**Part des « volumes » et des « prix »**  
**dans la croissance réelle du patrimoine financier**  
**en 2000**

	Croissance nominale	Croissance en Prix PIB	Croissance réelle	Croissance en volume	Croissance en prix relatif
Italie	8,6	2,2	6,3	4,0	2,2
Autriche	6,4	1,2	5,1	nd	nd
Belgique	5,5	1,2	4,2	3,4	0,8
France	3,8	0,5	3,3	3,3	0,0
Allemagne	1,9	- 0,4	2,3	3,2	- 0,9
Finlande	3,6	2,9	0,7	3,3	- 2,5
Pays-Bas	3,8	3,2	0,6	4,7	- 3,9
Espagne	2,5	3,5	- 1,0	4,2	- 5,0
Suède	- 5,7	0,8	- 6,5	4,3	- 10,4
Royaume-Uni	- 6,1	1,8	- 7,8	1,3	- 9,0

L'année 2000, avec son profil boursier tout à fait particulier, mais finalement partout orienté très nettement à la baisse entre mars et décembre, marque **la fin d'une période de croissance rapide des patrimoines financiers des ménages en Europe**. On a vu que l'effort d'épargne sous forme de placements financiers de la part des ménages s'était, sauf exception, maintenu. Mais le brusque tassement de la croissance et, dans certains cas, la décroissance des patrimoines financiers sont, à l'évidence, à attribuer au début de retournement des marchés boursiers, retournement qui, comme l'on sait, s'est largement poursuivi tout au long de l'année 2001.



## CHAPITRE 5

# LES CHANGEMENTS DE COMPORTEMENT DES ÉPARGNANTS EN MATIÈRE DE PLACEMENTS FINANCIERS





C'est en examinant l'évolution de la composition des flux nouveaux de placements financiers des ménages que l'on peut analyser les modifications de leur comportement à l'égard des différentes catégories de placements financiers.

On commencera par observer la composition des placements financiers des ménages européens au cours de la période 1995-1999. On analysera ensuite les changements intervenus à cet égard au cours de l'année 2000, dont on a vu qu'elle avait été caractérisée par l'apparition d'une grande fébrilité sur les marchés boursiers (éclatement de la bulle des valeurs High Tech) et, de ce fait, par un ralentissement très notable de la croissance des patrimoines financiers des ménages en Europe, et même, dans certains cas, d'une décroissance.

## **1. LES COMPORTEMENTS DE PLACEMENTS DES MÉNAGES AU COURS DE LA PÉRIODE 1995-1999 : ESSOR DE L'ASSURANCE-VIE ET DES FONDS DE PENSION, ENVOL DES ORGANISMES DE PLACEMENTS COLLECTIFS, FORT REFLUX DE L'INTERMEDIATION BANCAIRE ET DES EMPRUNTS PUBLICS**

Les **ménages britanniques** ont, entre 1995 et 1999, destiné près des quatre cinquièmes de leurs placements financiers aux placement d'assurance-vie et aux fonds de pension. On connaît notamment le développement important des « personal pension plans », contrats individuels gérés par les sociétés d'assurance vie. Des placements très significatifs ont également été faits sur les produits bancaires qui continuent d'attirer de nombreux épargnants. Des ventes nettes très importantes semblent en revanche avoir été pratiquées à partir des portefeuilles d'actions détenues en directes. En 1998 et 1999, les placements sur les Unit Trusts ou autres Mutual Funds ont pris nettement plus d'importance qu'au cours des années précédentes. Enfin, la détention de titres d'emprunts publics a régulièrement reflué depuis 1996, cependant que les souscriptions et achats nets d'obligations privées étaient loin de compenser le recul des titres publics.

**Tableau 5.1**  
**Royaume-Uni**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages  
(composition en % du flux total)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	25,2	20,6	56,7	30,4	131,3	127,9	} 58,5
2. Autres dépôts	28,9	30	0,2	30,7	-34,4	-29,7	
3. Obligations et emprunts publics	6,7	-4,4	-3,9	-3,5	-6,4	-5,8	-2,3
4. Autres titres de taux	-0,6	-1,8	1,5	1,7	1,4	4,1	0,4
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	-18,0	-20,9	-10,7	-46,6	-162,2	-162,5	-51,7
6. Mutual funds	1,9	7,6	7,5	16,1	28,8	21,9	12,4
7. Assurances et Fonds de pension	56,0	68,6	48,8	71,2	141,4	144,1	77,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100
Total (en millions d'euros)	81 813	89 028	96 778	76 276	48 677	55 591	

Les **ménages allemands**, quant à eux, ont consacré 48% de leurs placements financiers à l'assurance-vie et aux fonds de pension<sup>1</sup>. Les placements en assurance-vie ont été évidemment soutenus par les interrogations sur l'avenir du régime obligatoire de pension. En 1999, par exemple, les nouveaux contrats d'assurance vie ont souvent été des contrats à prime unique avec rente viagère immédiate, ce qui est évidemment un excellent moyen de se prémunir contre le « risque » d'une trop grande longévité. Depuis 1996, les achats nets d'obligations ont fortement reflué et, dans le même temps, les achats nets d'actions détenues en direct et, plus encore, des parts de sociétés de placements<sup>2</sup> se sont développés : les Allemands sont ainsi progressivement entrés dans une « culture » de type actionnarial.

**Tableau 5.2**  
**Allemagne**

**L'évolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	10,1	17,4	8,8	20,3	21,9	2,0	15,7
2. Autres dépôts	16,3	20,5	14,3	12,4	-14,2	-29,5	9,9
3. Obligations et emprunts publics et autres	18,3	1,6	0,9	-10,2	0,7	4,6	2,3
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	2,1	6,8	6,0	6,1	11,3	12,8	6,5
5. Mutual funds	8,1	8,2	17,3	23,1	31,1	53,4	17,6
6. Assurances	39,0	39,7	46,4	42,7	45,3	51,9	42,5
7. Fonds de pension	6,0	5,7	6,4	5,6	3,9	4,7	5,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	130 589	137 752	124 392	140 217	138 724	112 878	

<sup>1</sup> En ce qui concerne les créances des Allemands sur les fonds de pension, il s'agit des droits des salariés sur les réserves comptables des entreprises au titre des pensions du second pilier de la protection vieillesse.

<sup>2</sup> On sait qu'en Allemagne les fonds de placements immobiliers occupent une place plus importante que partout ailleurs en Europe.

S'agissant des **ménages français**, entre 1995 et 1999, ils ont, en moyenne, consacré près des deux tiers de leurs placements financiers à des contrats d'assurance-vie. Dans ces derniers, les contrats en unités de compte ont commencé de prendre une importance grandissante. Le reflux observé des sociétés de placements collectifs ne concerne en fait que les OPCVM monétaires dont la détention a été, jusqu'en 1993, fiscalement encouragée ; les OPCVM à supports actions ou diversifiés ont, au contraire, fait l'objet, à partir de 1997, d'achats très significatifs à un moment où les taux d'intérêt étaient orientés à la baisse. En revanche, les achats nets d'actions détenues en direct sont restés relativement modestes. La part occupée dans les flux par les dépôts bancaires correspond aux versements importants réalisés sur les Plans d'Épargne Populaire (PEP) et, plus encore, sur les Plans d'Épargne-Logement (PEL).

**Tableau 5.3**  
**France**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	12,3	-4,7	2,1	7,3	22,3	12,1	7,9
2. Autres dépôts	51,2	37,9	35,2	26,8	9,7	-4,7	32,2
3. Obligations et emprunts publics et autres titres de taux	3,5	-1,4	-2,8	-5,9	-5,5	-5,7	-2,4
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	9,7	13,9	11,7	5,4	-16,1	4,5	4,9
5. Mutual funds	-35,7	-16,1	-11,3	4,8	20,9	18,8	-7,5
6. Assurances	59,1	70,3	65,0	61,6	68,8	74,9	65,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	96 090,0	90 399,3	116 570,0	92 200,1	96 422,0	103 133,0	

Les **ménages italiens**, eux aussi, sont, au cours de la période sous revue, devenus davantage actionnaires. Les remboursements et ventes nettes d'emprunt d'Etat ont été massifs entre 1996 et 1998, années de préparation à l'entrée dans l'euro avec la nécessaire application des « critères de Maastricht ». Les achats nets d'obligations privées ont été loin, en moyenne, de compenser ces sorties. Les placements en assurance-vie ont pris une importance grandissante au cours de la période, jusqu'à dépasser le tiers du montant total des placements financiers à partir de 1998. Mais l'aspect le plus spectaculaire des comportements de placements des Italiens a clairement été, entre 1997 et 1999, le « raz de marée » des achats de parts de sociétés de placements collectifs (fondi communi) : en moyenne, sur l'ensemble de la période analysés, dans un environnement favorable à la désintermédiation bancaire, ces achats nets ont représenté plus des quatre cinquièmes du montant total des placements réalisés. En 1998 et 1999, ce sont les « fondi communi » à supports actions qui ont été privilégiés.

**Tableau 5.4**  
**Italie**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	-7,0	13,1	15,1	24,8	18,9	8,8	13,0
2. Autres dépôts	51,5	5,6	-46,8	-56,2	-16,5	8,7	- 12,5
3. Obligations et emprunts publics et autres titres	34,4	-21,3	-51,2	-162,4	-52,5	11,6	- 50,6
4. Autres titres de taux	7,1	44,5	73,7	39,3	4,5	14,7	33,8
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	5,3	-9,7	7,5	11,0	23,8	-3,8	7,6
6. Mutual funds	-0,5	44,0	77,3	209,2	84,0	21,6	82,8
7. Assurances et Fonds de pension	9,2	23,9	24,4	34,3	37,8	38,4	25,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	100 431	85 572	89 682	83 062	99 743	94 127	

Dans les patrimoines des **ménages néerlandais**, les créances sur les fonds de pension (notamment sectoriels) sont, on le sait, plus importantes que celles sur les sociétés d'assurance vie<sup>3</sup>. En moyenne, l'ensemble de ces placements a représenté plus de 60% du total des placements financiers des ménages. La distinction ne peut malheureusement être faite entre les achats d'actions détenues en direct et les acquisitions de parts d'organismes de placements collectifs, certainement majoritaires : en moyenne, un peu moins de 10% du total des placements financiers ont été consacrés à ces produits entre 1995 et 1999. On observera que les placements bancaires sont restés constamment positifs sur la période et à un niveau relativement élevé. Les achats nets d'obligations ont, comme ailleurs, suivi une tendance baissière, ne représentant, sur la période, pas plus de 2% du total des placements financiers.

**Tableau 5.5**  
**Pays-Bas**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	9,4	11,9	6,3	8,2	10,5	5,9	9,3
2. Autres dépôts	16,0	15,7	16,7	25,0	16,3	10,3	17,9
3. Obligations et emprunts publics et autres titres de taux	4,8	4,3	-5,4	4,6	1,6	2,5	2,0
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et mutual funds	-0,1	7,5	20,4	-2,1	19,8	5,2	9,1
6. Assurances et Fonds de pension	70,0	60,5	61,9	64,3	51,8	76,1	61,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	32 654	38 471	39 212	43 366	50 991	40 668	

<sup>3</sup> En 1999, les créances sur les fonds de pension représentaient 42% du patrimoine financier des Néerlandais contre moins de 15% pour les créances d'assurance-vie.

Les **ménages espagnols** ont placé, en moyenne, 28% de leur flux nouveau d'épargne financière sur l'assurance vie et les fonds de pension : c'est nettement moins que dans d'autres pays, mais l'assurance vie n'a fortement collecté (plus du quart des placements) qu'à partir de 1999. Quant aux fonds de pension (près d'un dixième des placements en moyenne entre 1995 et 1999), ce sont les plans individuels de retraite qui font recette plus que les contrats collectifs. Le phénomène le plus spectaculaire est constitué, en Espagne, par les achats de parts d'organismes de placements collectifs (deux cinquièmes des placements financiers sur l'ensemble de la période). En 1999, des sorties se sont produites, mais presque exclusivement sur les fonds monétaires (FIAMM), alors que les autres fonds, surtout ceux à supports actions, enregistraient une collecte nettement positive. Cette même année, la réforme fiscale favorable aux dépôts bancaires – et notamment aux dépôts de plus de deux ans – a entraîné un retour important sur ce type de placement, probablement à partir des montants issus des fonds monétaires. Les achats nets d'actions détenues en direct sont restés particulièrement modestes, malgré les privatisations (moins de 2% du flux total de placements) : c'est qu'ici, comme souvent ailleurs, les souscriptions ont été assez rapidement suivies de reventes.

**Tableau 5.6**  
**Espagne**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	5,9	8,3	10,7	14,3	26,3	8,0	13,1
2. Autres dépôts	49,9	2,4	-16,4	6,1	50,2	85,2	18,4
3. Obligations et emprunts publics et autres titres	10,4	-4,6	-12,2	-4,3	5,8	2,6	- 1,0
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	-2,4	-2,6	12,5	1,5	0,6	5,1	1,9
5. Mutual funds	12,6	71,2	79,5	55,3	-21,0	-49,1	39,6
6. Assurances et Fonds de pension	15,8	16,3	17,2	16,3	27,5	33,3	18,6
7. Fonds de pension	7,6	9,0	8,8	10,7	10,6	14,8	9,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	38 428,0	44 792,0	50 653,0	49 006,0	48 856,0	45 993,0	

Jusqu'en 1995, les **ménages belges** ont été fortement acheteurs d'emprunts et obligations ; dès 1996, ce flux de souscription diminuait ; il était négatif en 1997, cependant que les achats nets d'actions et surtout de parts d'organismes de placements collectifs prenaient progressivement de l'importance. En moyenne, les achats d'OPC – surtout d'OPC indiciels ou à supports actions – ont représenté, en moyenne un « petit » quart de l'ensemble des placements financiers ; un autre « petit » quart a correspondu à des dépôts bancaires d'épargne (les bons de caisse étaient au contraire en fort reflux). Enfin, un « gros » quart consistait en versements sur des contrats d'assurance-vie, avec une tendance à l'accélération en cours de période : en 1999, les primes sur les contrats en unités de compte (branche 23) ont dépassé le montant des primes sur les contrats à taux garanti (branche 21).

**Tableau 5.7**  
**Belgique**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	3,3	0,9	5,0	3,7	9,0	9,7	4,4
2. Autres dépôts	29,7	44,2	31,3	16,5	0,2	-3,8	24,3
3. Obligations et emprunts publics et autres titres	41,0	12,6	-5,9	1,2	9,9	-30,5	11,8
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	2,5	10,5	14,7	7,3	15,1	16,1	10,0
5. Mutual funds	0,3	13,5	27,7	47,4	29,0	53,0	23,6
6. Assurances	23,2	18,3	27,2	24,0	37,0	55,6	25,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	17 708	28 401	25 773	33 623	32 419	25 354	

En **Suède**, entre 1996 et 1999, les quatre cinquièmes des flux nouveaux de placements financiers des ménages ont été constitués par des versements sur les contrats d'assurance-vie. Les achats nets de parts de fonds d'investissement ont fluctué au cours de la période : massifs en 1997, ils ont ensuite nettement reflué, mais, en moyenne, ils ont tout de même représenté, sur la période, le cinquième du flux de placements. Les achats nets d'actions détenues en direct se sont élevés à un peu plus de 10% du total des placements, mais, là aussi, avec des contrastes très accusés d'une année à l'autre : par exemple, 27% des placements en 1997 et -3% en 1998. Les autres catégories de produits font apparaître des désengagements : faibles désengagements en matière de dépôts bancaires (le flux négatif est cependant élevé en matière de dépôts d'épargne), désengagements beaucoup plus importants en ce qui concerne les titres de taux, une tendance que l'on retrouve donc, en Europe, dans un grand nombre de pays.

**Tableau 5.8**  
**Suède**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1996-1999
1. Moyens de paiement	nd	33,7	-18,1	27,8	9,1	-9,6	13,1
2. Autres dépôts	nd	-7,2	-12,8	-37,5	0,9	0,9	- 14,2
3. Obligations et emprunts publics et autres titres	nd	1,2	-11,7	-6,9	-16,4	-26,1	- 8,5
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	nd	3,6	26,6	-2,8	13,6	37,4	10,3
5. Mutual funds	nd	0,0	45,7	18,1	15,5	8,7	19,8
6. Assurances et Fonds de pension	nd	68,7	70,2	101,4	77,3	88,7	79,5
Total	nd	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	nd	9 496	10 755	7 576	12 843	12 967	

Les **ménages finlandais** ont assez largement investi dans la détention directe d'actions : plus du cinquième de leur flux nouveau de placements financiers entre 1995 et 1999. Cependant, dès 1999, après trois fortes années de placements sur ces titres, le flux net est devenu négatif. Le retrait des placements obligataires, lié à l'application des règles des traités de Maastricht et d'Amsterdam, est progressif, mais, en 1999, on aboutit à un flux négatif tout à fait significatif. Les placements en fonds d'investissement ont crû très fortement en 1997 et ont été encore importants en 1999. Mais c'est l'assurance vie qui a représenté le placement le plus important des Finlandais, dépassant nettement, en moyenne sur la période, le tiers du flux total de placements financiers. Les fonds de pension étant encore assez modestes en Finlande, l'assurance-vie reste le produit le plus indiqué pour préparer financièrement la retraite au-delà des prestations fournies par le système de protection vieillesse obligatoire.

**Tableau 5.9**  
**Finlande**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	36,9	83,2	20,1	72,9	37,6	3,1	50,1
2. Autres dépôts	6,6	-103,0	-4,2	-56,7	5,9	3,6	- 30,3
3. Obligations et emprunts publics et autres titres	28,1	7,2	3,6	1,8	-12,6	4,0	5,6
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	7,4	41,3	16,5	39,8	-1,4	-0,8	20,7
5. Mutual funds	0,4	11,6	31,1	14,4	29,6	42,8	17,4
6. Assurances	20,7	59,7	32,9	27,9	40,9	47,2	36,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	3 569	3 313	6 046	7 564	6 341	6 410	

Plus des quatre cinquièmes des flux nouveaux de placements financiers des **ménages danois** ont été consacrés à la souscription d'actions détenues en direct ou de parts de fonds d'investissement : il n'est malheureusement pas possible, dans les comptes publiés, de faire la distinction entre les deux. C'est, dans l'Union, l'une des affectations les plus fortes sur ces deux catégories de placements. Le reflux sur les titres de taux est cependant modéré. Le résultat est que l'on n'observe pas comme ailleurs de montée en régime de l'assurance-vie, dont les variations de créances restent, en moyenne, inférieures à 13% du flux nouveau de placements.

**Tableau 5.10**  
**Danemark**

**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement et dépôts	5,5	5,2	5,6	7,8	0,2	nd	4,9
2. Obligations et emprunts publics et autres titres	4,4	-2,6	-0,9	-6,9	-2,8	nd	- 1,8
3. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et placements collectifs	78,2	83,7	83,7	84,4	90,8	nd	84,2
4. Assurances et Fonds de pension	11,9	13,7	11,6	14,7	11,7	nd	12,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	nd	100,0
Total (en millions d'euros)	36 715	39 245	51 178	43 540	51 933	nd	

Les flux de placements bancaires restent encore très importants chez les **épargnants portugais** (plus des deux cinquièmes sur la période 1995-1999). Les achats d'actions ou de parts d'investissement ont été importants en 1997 et 1998. La montée en régime de l'assurance-vie présente une grande régularité, avec une part dans le flux total qui descend rarement au-dessous de 30%. On a vu que cette part était souvent encore plus élevée dans d'autres pays.

**Tableau 5-11**  
**Portugal**  
**Evolution de la composition des placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement et dépôts	57,4	64,1	32,1	27,5	48,8	67,5	46,1
2. Obligations et emprunts publics et autres titres	12,7	- 7,1	- 1,6	6,2	12,4	4,3	4,5
3. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et placements collectifs	- 1,4	10,1	35,5	39,6	8,7	- 4,2	18,5
4. Assurances	31,3	32,8	33,9	26,6	30,1	32,4	30,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	10 213	8 630	10 982	13 552	15 226	11 443	

Finalement, en Europe, du point de vue des comportements de placement des épargnants sur la période 1995-1999, sont significatifs :

- ♦ les fortes ventes nettes d'emprunts publics ;
- ♦ les achats nets importants de fonds d'investissement (plus que d'actions détenues en direct) ;
- ♦ la montée en régime de l'assurance-vie.

Cette dernière évolution peut servir à classer les pays selon les choix de placements financiers des épargnants au cours de la période 1995-1999.

- ❶ Un premier groupe rassemble les pays où les épargnants ont placé, en moyenne, près ou plus de la moitié du flux nouveau d'épargne financière sur l'assurance-vie ou les fonds de pension : Royaume-Uni, Allemagne, France, Pays-Bas, Suède.
- ❷ Un second groupe rassemble les pays où cette part est seulement comprise entre 25 et 35% : Italie, Espagne, Belgique, Finlande et Portugal.
- ❸ Le Danemark où l'assurance-vie n'a pas dépassé en moyenne 13% du flux constitue à lui seul un groupe à part.

De façon assez générale, dans les pays où l'assurance-vie n'a pas occupé une place aussi importante que dans le premier groupe, ce sont les fonds d'investissement qui se sont alors davantage déployés.

S'agissant des cinq pays où les placements en assurance-vie ont occupé une place importante sur la période 1995-1999, l'Allemagne est le seul où, en fin de période, les contrats en unités de compte aient continué de jouer un rôle marginal.

Enfin, en ce qui concerne la détention directe d'actions ou au travers de fonds d'investissement, on constate que la diffusion dans la population est encore très variable puisqu'elle atteint 45% des ménages au Royaume-Uni, mais seulement 15% en Italie. Dans ce dernier pays, la pénétration paraît, en particulier, encore très faible dans les groupes sociaux à niveau de formation modeste.

**Tableau 5.12**  
**Proportion de ménages détenant des actions**  
**directement ou indirectement**

	France	Italie	Allemagne	Pays-Bas	Royaume-Uni
1989	-	10,5	12,4	-	-
1995	-	14,0	15,6	29,4	-
1998	23,1	15,2	19,8	33,5	44,9

Source : OEE, rapport dirigé par le Professeur JAPPELLI

**Tableau 5.13**  
**Détention directe et indirecte d'actions**  
**selon le niveau de formation \***

	Collège	Lycée	Université	Moyenne
France	18,1	33,4	36,0	23,1
Allemagne	16,6	21,8	31,3	19,8
Italie	8,7	24,1	37,5	15,2
Pays-Bas	26,6	25,0	45,6	33,5
Royaume-Uni	26,0	39,6	59,0	44,9

Source : OEE, rapport dirigé par le Professeur JAPPELLI

\* En anglais, les trois niveaux retenus sont :

- less than high school
- high school
- collège

## **2. EN 2000, LE DEBUT DU RETOURNEMENT DES MARCHES BOURSIERS : RUPTURE DANS LES COMPORTEMENTS FINANCIERS DES MENAGES DANS CERTAINS PAYS, CONTINUITÉ POUR D'AUTRES**

---

A partir du second trimestre de 2000, l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques a commencé de faire sentir progressivement ses effets. Mais sur l'ensemble de l'année, la baisse des indices, on l'a vu, reste très modérée. Pour certains pays, l'année 2000 ressemble encore beaucoup à 1999, comme si les comportements avaient continué sur leur lancée : c'est le cas du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France, de la Belgique et de la Suède. Dans d'autres pays se manifeste déjà une certaine recherche de sécurité avec un retour plus ou moins marqué sur des placements moins risqués que les supports actions, c'est le cas de l'Italie, des Pays-Bas, de l'Espagne, du Portugal et de la Finlande<sup>4</sup>.

### **2.1. POUR CERTAINS PAYS, UNE ANNEE 2000 QUI RESSEMBLE ENCORE AUX ANNEES PRECEDENTES**

C'est le cas au **Royaume-Uni** où la structure des placements des ménages en 2000 ressemble beaucoup à celle de 1999 (tableau 5.1) : comme en 1999, fort retour sur les placements bancaires, ventes très élevées d'actions détenues en direct, souscriptions importantes de parts de Unit Trusts et Mutual Funds, enfin, et surtout, augmentation massive des créances des ménages sur l'assurance-vie et les fonds de pension. Les «Stakeholder pensions» ont commencé d'être lancées en 2000, mais la véritable commercialisation n'a débuté qu'en 2001.

On rappellera que, dans l'Union Européenne, à part le Luxembourg pour lequel les chiffres ne sont pas interprétables, le Royaume-Uni a les primes par tête d'assurance-vie les plus élevées (2731 euros en 2000) et la part des primes d'assurance dans le PIB de loin la plus forte (11,2%). Il ne semble pas, d'autre part, que dans ces primes d'assurance-vie, la part des versements sur supports unité de compte (Unit Linked) ait baissé en 2000 par rapport à 1999 : elle semble bien s'être maintenue un peu au-dessus de 44% du total des primes d'assurance-vie telles

---

<sup>4</sup> Les flux de placements financiers des ménages danois pour 2000 ne sont pas encore disponibles au moment où nous écrivons.

qu'elles sont publiées par l'ABI. Au total, on a donc eu affaire à une année, encore peu touchée par la fébrilité des marchés boursiers, si l'on excepte les deux ou trois derniers mois.

C'est également, dans un tout autre environnement « culturel »<sup>5</sup>, l'impression qui se dégage de l'observation des comportements des ménages en **Allemagne** où la recherche de sécurité n'apparaît pas clairement (tableau 5.2). En 2000, des retraits importants sont ainsi effectués sur les dépôts bancaires (réduction des dépôts et bons d'épargne – Spareinlage et Sparbriefe). La part des achats nets d'actions dans le flux nouveau de placements financiers (12,8%) est plus élevée en 2000 qu'au cours des années précédentes ; quant aux achats de parts de fonds d'investissement, ils représentent plus de la moitié du flux total et répondent à une très forte diversification de l'offre. L'augmentation des créances des ménages sur l'assurance-vie et les fonds de pension dépassent aussi la moitié de ce flux : certes, il s'agit encore, pour l'assurance-vie, presque exclusivement de primes sur les contrats traditionnels à taux garanti (94% de l'ensemble des primes en 2000), mais dans les « affaires nouvelles », la part des primes sur contrats en unités de compte s'est tout de même hissée à près du quart. Seuls signes éventuels de recherche de sécurité : la croissance des dépôts à terme dans les banques, mais celle-ci pourrait aussi s'expliquer par l'augmentation des taux d'intérêt apparue dès 1999 ; une certaine reprise des souscriptions des obligations est probablement plus significative des attitudes des épargnants face à une fébrilité boursière qui a tout de même fini par inquiéter.

L'année 2000 ne fait pas apparaître non plus, en **France** (tableau 5.3), d'inflexion dans les comportements financiers des ménages par rapport aux années précédentes. De forts retraits se produisent sur l'épargne contractuelle dans les banques : d'une part, l'arrivée à échéance des Plans d'Épargne Populaires (PEP introduit en 1990) se traduit par des sorties importantes ; d'autre part, des retraits se produisent sur les plans d'épargne-logement (PEL) du fait de la sortie de générations anciennes de souscripteurs. On assiste, d'un autre côté, à une reprise des achats nets d'actions détenues en direct (souscriptions des ménages à des introductions boursières effectuées au premier trimestre, avant le retournement du marché) et les achats nets de parts d'OPCVM à supports actions continuent de se situer à un

---

<sup>5</sup> Les actifs risqués occupent encore dans le patrimoine des ménages allemands une part bien moindre que dans celui des britanniques.

niveau élevé. Quant à l'augmentation des créances des ménages sur les sociétés d'assurance, elle représente les trois quarts du flux nouveau de placements financiers et les versements sont effectués à 43% sur les supports en « unités de compte » dans les contrats multi-supports. Si des « états d'âme » sont apparus chez les épargnants français, c'est assez tard dans l'année 2000 et ils n'ont pas, globalement, laissé de traces bien apparentes dans les choix de placements des épargnants français en 2000.

Ce constat s'applique aussi aux comportements des ménages en **Belgique** (tableau 5.7) : des remboursements ou ventes nettes d'obligations sont en effet réalisés à un niveau important puisqu'ils sont égaux à plus de 30% du flux des nouveaux placements. Les souscriptions et achats nets d'actions direct voient leur part dans ce flux se renforcer par rapport aux années précédentes. Les achats nets de parts d'OPC sont également fort élevés et les supports actions ne sont pas négligés. Quant à l'assurance-vie, dont le poids dans le flux nouveau des placements financiers des épargnants belges n'a jamais été aussi élevé, son chiffre d'affaires (primes versées) est maintenant composé pour plus de moitié de versements effectués sur des supports en unités de compte (contrats relevant de la branche 23). Tout cela ne témoigne pas d'une perte de confiance à l'égard des marchés boursiers. Les interrogations sont, là aussi, apparues tard dans l'année et n'y ont pas laissé de traces apparentes, au moins au niveau macro-économique.

La recherche de sécurité ne paraît pas non plus avoir caractérisé les comportements des ménages en **Suède** en 2000 (tableau 5.8) : le reflux sur les titres de taux est encore plus élevé qu'au cours des années précédentes et la part des placements en actions détenues en direct est près de quatre fois ce qu'elle a été, en moyenne, au cours de la période 1995-1999. L'hégémonie des placements en assurance-vie est écrasante puisqu'ils se sont élevés à près des neuf dixièmes du flux nouveau de placements financiers ; pour s'en tenir à la simple progression des primes, elle a été, hors inflation, de plus de 15% en 2000. Il est cependant difficile de voir dans cette évolution une recherche de sécurité puisque en 1999 les deux cinquièmes des primes d'assurance-vie ont été versés sur supports « unités de compte ». Mais il n'est malheureusement pas possible, au moment où nous écrivons, de préciser quelle a été, en 2000, la part des supports en unités de compte dans les versements d'assurance-vie des Suédois.

## 2.2. POUR D'AUTRES PAYS, UNE ANNEE 2000 QUI APPARAÎT DÉJÀ EN RUPTURE PAR RAPPORT AUX ANNEES PRECEDENTES

Au cours de l'année 2000, le scénario d'une certaine rupture avec les comportements de placements financiers des années précédentes a prévalu en Italie, en Espagne, au Portugal, aux Pays-Bas et en Finlande.

En **Italie** (tableau 5.4), des changements importants de comportements des épargnants sont apparus dès l'année 2000. Il faut certes mentionner le « phénomène d'hystérésis » concernant les primes d'assurance-vie : en 2000, les versements sur les supports en unités de compte atteignent près de 57% du total (contre 40% en 1999) ! Ce phénomène comporte plusieurs explications : augmentation de la part de ces supports dans les engagements des compagnies d'assurance et rôle des contrats à primes périodiques, poids des forces de vente, enfin retard des épargnants dans l'adaptation de leurs comportements. Mais toutes les autres indications vont déjà dans le sens de la recherche de sécurité : augmentation des dépôts bancaires, reprise des achats d'obligations, ventes nettes d'actions détenues en direct et poursuite du reflux des achats de parts de fondi communi et surtout des fonds à supports actions. L'observation des comportements d'épargne des ménages italiens au cours de la dernière décennie a, à plusieurs reprises, fait ressortir des réactions rapides aux circonstances, parfois aussi certaines « surréactions », résultant à la fois, comme toujours dans ce domaine, d'effets d'offre et d'effets de demande.

En **Espagne** (tableau 5.6), ce sont des adaptations de comportements assez semblables auxquelles on a assisté. Le même phénomène d'hystérésis apparaît en matière d'assurance-vie : les primes sur les supports en unités de compte y atteignent près des deux cinquièmes en 2000, contre moins du tiers en 1999. Mais tous les autres indicateurs vont dans le sens de la recherche d'une plus grande sécurité et de la prévoyance à plus long terme : gonflement des dépôts à terme dans les banques, en réponse il est vrai aux modifications de fiscalité qui avaient déjà eu des effets en 1999 ; très fortes sorties des fonds d'investissement et cette fois-ci ce ne sont pas seulement les fonds monétaires qui sont touchés ; la timide reprise des achats nets d'actions détenues en direct amène à nuancer quelque peu le constat, mais n'en modifie cependant pas le sens. Enfin, témoignage de préoccupations de long terme, les versements sur les fonds de pensions ont pratiquement atteint, en

2000, 15% des flux nouveaux de placements financiers, alors qu'en 1995, ils en représentaient pratiquement moitié moins.

Au **Portugal** aussi (tableau 5.11), l'année 2000 donne des signes de recherche d'une plus grande sécurité : poids important des dépôts bancaires, ventes nettes d'actions ou/et de parts de fonds d'investissement en majorité à support actions.

Aux **Pays-Bas** (tableau 5.5), les comportements des épargnants en 2000 ont manifesté une certaine méfiance à l'égard des placements risqués : les achats nets d'actions détenues en direct et de parts d'organismes de placements collectifs (la distinction entre les deux n'est malheureusement pas possible) se sont situés à un niveau modeste : 5% du flux nouveau de placements financiers, alors que leur part dépassait, en moyenne, 9% au cours de la période précédente. L'augmentation des créances des ménages sur les sociétés d'assurance vie et les fonds de pension s'est hissée au-dessus des trois quarts des nouveaux placements financiers assez au-delà de la moyenne 1995-1999. Les versements sur les fonds de pension sont nettement majoritaires et ces fonds ne correspondent pas, dans le mode de gestion néerlandais, à des actifs risqués. Quant à l'assurance-vie qui est aussi développée aux Pays-Bas que dans un pays comme la France<sup>6</sup>, les versements sur supports en unités de compte avaient atteint 23% du total en 1999 : il ne nous pas été possible de savoir quelle avait été leur part en 2000. Mais, au total, si les comportements de placements des épargnants néerlandais se sont infléchis dans le courant de l'année 2000, c'est très probablement dans le sens d'une plus grande sécurité.

S'agissant de la **Finlande**, l'année 1999 avait déjà anticipé des changements importants par rapport aux années précédentes (tableau 5.9) : ventes nettes d'actions détenues en direct, augmentation de la part de la variation de créances des ménages sur l'assurance-vie. L'année 2000 confirme ces évolutions, avec, en plus, une certaine reprise des souscriptions nettes des titres de taux et une forte augmentation des souscriptions de parts de fonds d'investissement. Cette dernière évolution est cependant difficile à interpréter tant que l'on sait pas, de façon précise, les proportions dans ces souscriptions prises respectivement par les fonds monétaires, les fonds obligataires et les fonds actions. Quant aux primes

---

<sup>6</sup> Fin 1999, le montant des provisions d'assurance-vie par habitant s'élevait à 10 003 euros aux Pays-Bas et à 10 160 euros en France.

d'assurance-vie<sup>7</sup> qui ont progressé, hors inflation, de plus de 11% en 2000, il est, là encore, difficile d'interpréter cette progression comme allant dans le sens d'une recherche de sécurité puisque, en 1999, près du tiers des primes d'assurance-vie avait été versé sur des supports en unités de compte.

Ainsi, l'année 2000 semble avoir déjà marqué, pour un nombre assez important de pays, la fin d'une période caractérisée par les rééquilibres budgétaires, les opérations de privatisation et une très bonne tenue du marché boursier.

Au cours de cette même période, comment s'est modifiée la composition du patrimoine financier des ménages dans les différents pays ?

Comme de la coupe aux lèvres, il y a une grande distance entre les évolutions de la composition des flux de placements que nous venons de commenter et les modifications de la structure des patrimoines financiers qui ont été parallèlement observées au cours de la période sous étude.

---

<sup>7</sup> Ces primes concernent très majoritairement en Finlande des contrats de groupe (pour plus de 70% des primes versées en 1999).

## **CHAPITRE 6**

# **LES MODIFICATIONS INTERVENUES DANS LA STRUCTURE DES PATRIMOINES FINANCIERS**



Les modifications de la structure des patrimoines financiers résultent certes des évolutions de la composition des flux nouveaux de placements financiers, mais aussi de deux autres facteurs : les « autres changements en volume » (changement de nature des actifs ou de classements sectoriel des « unités ») et les mouvements de prix de prix apparus sur les différents actifs détenus au cours de la période considérée. Notre analyse bute ici, comme on l'a dit plus haut, sur **le caractère incomplet des comptes de variation du patrimoine financier** : nous possédons certes des informations sur les placements financiers, informations qui ont été commentées ci-dessus. En retranchant du montant de clôture des différents actifs financiers leur montant d'ouverture et le flux nouveau de placements financiers les concernant, nous parvenons à un résultat qui est la somme (algébrique) des « autres changements de volume » et des « réévaluations » dues aux mouvements de prix. Il est malheureusement le plus souvent impossible de faire la distinction entre les deux puisque encore fort peu de pays publient le détail de ces postes. Nous avons donc, ci-après, attribué la totalité de ce solde aux mouvements de prix.

A observer l'évolution de la composition des patrimoine financiers, il est tout à fait patent qu'à côté de la structure des flux de placements financiers les mouvements de prix des actifs jouent un rôle important. Pour préciser cependant les choses dans toute la mesure du possible, nous avons calculé, là où cela était possible, la part des plus-values sur :

- les actions détenues en direct ;
- les parts d'organismes de placements collectifs ;
- les créances sur les sociétés d'assurance vie et les fonds de pension,

dans le total des plus-values calculées comme on l'a dit sur les cinq années de la période.

Compte tenu des hypothèses faites, les résultats de ces calculs sont évidemment très grossiers, mais ils fournissent cependant des ordres de grandeur et peuvent aider à interpréter les modifications intervenues dans la structure des patrimoines financiers.

**Tableau 6.1**  
**Part des plus-values en capital sur trois types d'actifs financiers**  
**dans le total des plus-values apparues dans le patrimoine financier**  
**des ménages entre fin 1995 et fin 2000 \***  
**(en %)**

	Actions	Fonds d'investissement	Assurance vie et fonds de pension
Royaume-Uni	48,5	8,2	38,1
Allemagne	80,7	57,3	- 5,3
France*	86,0	5,6	2,8
Italie	86,7	0,5	- 4,2
Pays-Bas			64,3
Espagne	92,1	4,2	ε
Belgique	22,7	15,8	10,7
Suède	24,2	26,8	48,6
Finlande *	93,2	- 2,0	ε

\* Les trois pourcentages figurant en ligne ne se somment pas nécessairement à 100 puisqu'il peut exister des plus ou des moins-values en capital sur d'autres placements financiers.

On observera qu'au cours de la période étudiée, dans cinq pays sur neuf, ce sont les portefeuilles d'actions détenues en direct qui sont à l'origine des plus-values les plus importantes (Allemagne, France, Italie, Espagne et Finlande). Cependant dans trois cas, les plus-values sur les contrats d'assurance-vie apparaissent comme relativement importantes (Royaume-Uni, Pays-Bas et Suède) : il s'agit de pays où les contrats en unités de compte ont été depuis assez longtemps diffusés.

Il faut rappeler ici que le problème des sociétés non cotées (AF512) et des « autres participations » (AF513) introduit de fortes hétérogénéités dans les comparaisons de structure de patrimoine d'un pays à l'autre : des pays comme la Finlande et surtout la France font ainsi ressortir un poids relatif de ces deux postes considérablement plus élevé que les autres pays, probablement parce que ces deux pays valorisent plus complètement ces deux types d'actif. Dans l'étude de l'évolution de la composition du patrimoine des ménages dans un pays donné, cette difficulté est moins sérieuse que dans les comparaisons entre pays.



Les déformations de structure de patrimoine sont forcément assez lentes. Plutôt que de commenter les seules modifications apparues au cours de l'année 2000, il nous paraît ainsi plus intéressant de souligner les tendances apparues sur l'ensemble de la période 1995-2000, quitte cependant à signaler, si nécessaire, un changement de structure particulièrement significatif intervenu dans le cours de l'année 2000.

Nous serons amenés à distinguer les pays dont la composition du patrimoine financier des ménages n'a connu que des modifications limitées au cours de la période étudiée : Royaume-Uni, Pays-Bas et Danemark, et les pays où la composition de ce patrimoine fait, au contraire, ressortir des changements importants : Allemagne, France, Belgique, Espagne, Italie, Autriche, Finlande et Suède.

## **1. LES PAYS OU LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES NE S'EST QUE MODEREMENT MODIFIEE : ROYAUME-UNI, PAYS-BAS ET DANEMARK**

---

En cinq ans, la composition du patrimoine financier des **Britanniques** est restée assez stable. La part des créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension a culminé à près de 56% en 1998, pour retomber à moins de 52% en 2000, en raison du reflux du marché boursier. Certes, la part de ces variations de créances dans les flux de placements financiers se situe en moyenne nettement au-dessus des trois quarts, mais ces actifs ne bénéficient que partiellement des « revalorisations » (la part des supports en unités dans les provisions est d'environ deux cinquièmes). Les dépôts bancaires et assimilés, autres que les dépôts à vue, voient leur part se tasser quelque peu : c'est que, d'une part, des retraits ont eu lieu en 1999 et 2000 et que, d'autre part, ces dépôts ne bénéficient évidemment d'aucune réévaluation. La part des Unit Trusts n'est encore que de 6% à la fin de 2000, mais c'est que les flux de placements n'ont réellement commencé d'y devenir importants qu'en 1998 : la montée en régime de la part de l'encours est forcément lente et elle est encore peu soutenue par des « réévaluations » qui restent assez faibles (voir tableau 6.1).

Mais le phénomène le plus spectaculaire au Royaume-Uni est évidemment la stabilité du poste « actions détenues en direct » aux environs de 18% du total, alors que les flux de placements sur ce poste ont été constamment et fortement négatifs au cours de la période ; mais il s'agit naturellement du poste qui a bénéficié de la plus grande partie des plus values résultant de la bonne tenue des marchés boursier, au moins jusqu'à 1999 (voir tableau 6.1).

**Tableau 6.2**  
**Royaume-Uni**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	8,2	8,2	9,2	9,3	9,1	10,4
2. Autres dépôts	16,9	16,3	13,0	12,8	11,1	12,4
3. Obligations et emprunts publics	0,8	0,8	0,8	1,0	0,8	0,8
4. Autres titres de taux	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	16,3	16,7	18,0	16,5	18,1	17,9
6. Mutual funds	3,9	4,1	4,2	3,9	5,2	6,0
7. Assurances et Fonds de pension	52,9	53,1	54,1	55,7	54,9	51,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	2 633 098	2 880 100	3 473 782	3 711 141	4 380 274	4 114 309

La composition du patrimoine des **Néerlandais** est restée pratiquement aussi stable que celle du patrimoine des Britanniques. Certes, la désintermédiation bancaire s'est manifestée avec une baisse de 5 points de pourcentage de la part des dépôts autres que les dépôts à vue : les placements effectués sur ce poste ont été pourtant relativement importants, mais cette rubrique ne bénéficie en rien des plus-values boursières. De son côté la part des actions et titres de sociétés de placements collectifs a, au contraire, gagné 4 points avec des flux de placements qui ont été souvent importants et le bénéfice de plus-values non négligeables (voir tableau 6.1 où malheureusement il n'a pas été possible de distinguer entre les plus-values des actions détenues en direct et les plus-values rapportées par les fonds d'investissement).

Quant au poste « créances sur l'assurance vie et les fonds de pension », il a gagné 3 points de pourcentage entre 1995 et 2000 ; compte tenu de l'importance de ce type de placements dans les flux nouveaux d'épargne, on aurait pu s'attendre à ce qu'il gagnât davantage, mais, aux Pays-Bas (moins encore qu'au Royaume-Uni), il profite peu des plus values boursières (les provisions d'assurance-vie correspondent seulement pour un peu plus d'un tiers à des supports en unités de compte dont les plus-values reviennent aux souscripteurs).

**Tableau 6.3**  
**Pays-Bas**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	6,2	6,2	5,7	5,6	5,4	5,4
2. Autres dépôts	16,9	14,0	12,8	12,4	11,6	11,6
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	3,7	3,6	3,0	3,0	2,7	2,7
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et fonds d'investissement	19,7	21,1	23,5	23,2	24,2	23,7
5. Assurances et Fonds de pension	53,5	55,1	55,0	55,9	56,1	56,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	721 041	789 886	893 274	993 497	1 126 487	1 169 522

Finalement, aux Pays-Bas comme au Royaume-Uni, on peut se demander si ce n'est pas la très forte part des créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension qui explique en définitive la relative stabilité de la composition de leur patrimoine financier au cours de la période étudiée. Mais cette explication ne vaut évidemment pas pour le **Danemark**.

Pour ce dernier pays, nous ne disposons malheureusement pas de la composition du patrimoine financier pour 2000. L'intermédiation bancaire est certes, comme dans beaucoup d'autres pays, en reflux, mais en reflux modéré : 37% du total fin 1995 et encore plus de 31% à la fin de 1999. Le recul de la détention directe d'emprunts et obligations apparaît, mais de façon très lente. Symétriquement, la progression de la part des actions est moins rapide que dans d'autres pays (3,6 points de pourcentage gagnés entre fin 1995 et fin 1999). Quant à la part des créances sur l'assurance-vie et les fonds de pension<sup>1</sup>, elle s'élève certes de 2 points de pourcentage en quatre années, mais comparé à d'autres pays, cela correspond à un rythme là encore assez lent.

<sup>1</sup> Selon EUROSTAT, ces fonds ne concernent, en 1999, que 24 000 salariés au Danemark.

**Tableau 6.4**  
**Danemark**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement et dépôts	34,2	32,6	30,8	32,0	29,5	nd
2. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	2,8	2,5	2,2	2,0	1,6	nd
3. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	17,8	19,2	22,3	18,6	21,4	nd
4. Assurances	45,3	45,7	44,7	47,4	47,5	nd
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	nd
Total (en millions d'euros)	161 263	171 532	191 897	197 467	220 097	nd

## **2. LES PAYS OU LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES S'EST FORTEMENT MODIFIEE : ALLEMAGNE, FRANCE, ITALIE, BELGIQUE, ESPAGNE, AUTRICHE, SUEDE ET FINLANDE**

---

Le changement le plus important dans la composition du patrimoine financier des **Allemands** est la diminution de la part des dépôts bancaires et assimilés (autres que les dépôts à vue) : près de 33% à la fin de 1995 et moins de 25% à la fin de 2000 : on assiste donc ici à une désintermédiation bancaire assez forte. Les placements sur ce poste ont été positifs et assez importants entre 1995 et 1998, mais en 1999 et surtout en 2000 ils sont devenus fortement négatifs. En outre, cette rubrique ne bénéficie en rien des plus-values en capital qui, même pour l'Allemagne, ont tout de même contribué pour partie à la croissance du patrimoine financier des ménages. La part des obligations et emprunts régresse tout au long de la période : les flux de placements y sont faibles, parfois même négatifs et ce sont apparemment des moins-values qui ont été dégagées (tableau 6.1). Changement de « culture », la part des actions détenues en direct a, en revanche, gagné à peu près 5 points de pourcentage au cours de la période : les placements nouveaux ont été positifs et c'est évidemment le poste qui a rassemblé la plus grande partie des plus-values en capital jusqu'en 1999 (voir tableau 6.1) ; en 2000, en raison du retournement des marchés boursiers, sa part se réduit, malgré des placements nouveaux assez importants. La part des fonds d'investissement gagne, quant à elle, un peu plus de 4 points de pourcentage : c'est que, depuis 1997, la proportion des placements nouveaux allant sur ce poste a été constamment croissante. Fin 2000, la part des fonds d'investissement a continué de croître : c'est, d'une part, que les placements nouveaux sur ce poste ont été particulièrement importants au cours de l'année et, d'autre part, que ces fonds comportent une bonne partie de fonds immobiliers dont les « prix » n'évoluent évidemment pas comme les indices de marchés d'actions. Quant à la part des créances sur les sociétés d'assurance-vie, elle est restée pratiquement stable aux environs de 22% du patrimoine financier : on pourrait a priori en être surpris en raison de l'importance des placements nouveaux sur ce poste (quelque 45% du flux total), mais l'assurance-vie en Allemagne est restée, on le sait, largement traditionnelle : les encours n'ont donc pas bénéficié des plus-values en capital engendrées par la bonne tenue des marchés boursier jusqu'à 1999 (voir tableau 6.1).

**Tableau 6.5**  
**Allemagne**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	9,3	9,5	9,3	8,8	9,6	9,5
2. Autres dépôts	32,9	31,8	30,3	29,3	26,3	24,9
3. Obligations et emprunts publics, autres titres de taux	13,7	12,9	11,8	11,1	10,3	10,3
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	11,0	11,9	13,8	14,6	16,6	15,8
5. Mutual funds	7,1	7,4	8,0	9,0	10,4	11,4
6. Assurance-vie	20,3	20,9	21,3	21,8	21,7	22,9
7. Fonds de pension	5,7	5,6	5,5	5,4	5,2	5,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	2 674 839	2 852 206	3 055 061	3 227 816	3 529 581	3 598 406

Dans les patrimoines des **Français**, la part des moyens de paiement a reculé de 4 points et celle des dépôts bancaires autres que les dépôts à vue, de 8 points. C'est considérable et assez étonnant en ce qui concerne les « autres dépôts » bancaires sur lesquels des placements importants ont été effectués (importance des placements sur les PEL) ; mais le patrimoine financier des Français a beaucoup crû grâce aux plus-values jusqu'à 1999. L'évolution la plus spectaculaire est la croissance de la part des actions détenues en direct (surtout de celle des actions non cotées), mais c'est évidemment le poste qui a bénéficié au maximum de la bonne tenue des marchés (voir tableau 6.1). Le tassement de la part des OPCVM cache, on le sait, deux mouvements en sens contraire : la diminution de l'importance relative des OPCVM monétaires et la forte augmentation des placements sur OPCVM de long terme, en particulier sur les OPCVM à supports actions. Quant à la part des créances des ménages sur les sociétés d'assurance, elle a crû moins vite qu'on aurait pu le penser compte tenu de l'importance du flux de placements : mais c'est que la part des supports en unités de compte dans les engagements des sociétés d'assurance vie – supports dont les plus-values sont acquises aux souscripteurs – n'y atteignait pas encore 10% en 1997, d'où des plus-values modeste (voir tableau 6.1).

**Tableau 6.6**  
**France**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	12,0	10,8	9,9	8,7	7,3	8,1
2. Autres dépôts	26,2	25,1	24,3	22,5	18,8	18,0
3. Obligations et emprunts publics et autres titres de taux	3,4	3,1	2,3	1,9	3,0	2,7
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	23,9	27,5	30,0	33,5	39,6	38,3
6. Mutual funds	12,3	10,5	9,3	9,4	9,0	9,0
7. Assurances	22,1	23,0	24,1	23,9	22,3	23,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	1 807 988	2 024 687	2 259 560	2 544 931	3 092 374	3 210 499

Le patrimoine financier des **Italiens** est, parmi les pays étudiés, celui qui a connu le plus de bouleversements au cours de la période considérée: forte désintermédiation bancaire et très fort recul du portefeuille d'emprunts et d'obligations, ce dernier mouvement étant moins dû à la baisse des taux d'intérêt qu'à la raréfaction de l'offre du fait de l'application par l'Italie des critères de Maastricht. L'offre de titres publics a d'ailleurs été en partie remplacée : la part des obligations privées a, en effet, atteint 12% dans le patrimoine financier des Italiens à la fin de l'année 1998. Mais, globalement considéré, le sens de l'évolution n'est pas douteux : les titres de taux représentaient près de 32% du patrimoine financier en 1995, ils ne sont plus qu'à 18% à la fin de 2000. Un tel tassement est certes dû à des désengagements importants et répétés, mais aussi au fait que ces placements n'ont guère bénéficié de plus-values. En sens inverse, la part des actions détenues en direct passe de 13 à 25% du patrimoine financier : les achats nets jouent sans doute un rôle qui n'est pas négligeable (surtout en 1999), mais le rôle joué par les plus-values a été bien plus important (voir tableau 6.1). Quant à la part des fonds communs, elle est multipliée par plus de quatre entre 1995 et 2000 : ce bond en avant est, apparemment, surtout dû à des placements très importants, car les plus-values semblent limitées. Les créances sur l'assurance-vie ont augmenté modérément leur part qui atteint 12% en 2000. La part des placements, en assurance-vie, a été notablement plus forte, mais la proportion des supports en unités de compte n'était

encore, en 1997, que de 5% dans les provisions techniques des compagnies, d'où l'absence de plus-values<sup>2</sup>.

**Tableau 6.7**  
**Italie**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	18,7	17,9	17,4	16,3	15,8	15,2
2. Autres dépôts	22,1	20,7	16,5	12,4	10,8	10,2
3. Obligations et emprunts publics	26,6	23,8	18,5	11,0	7,6	8,3
4. Autres titres de taux	4,9	7,8	10,6	12,2	10,0	11,0
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	13,3	13,0	15,4	19,5	23,4	24,9
6. Mutual funds	4,1	6,0	10,2	17,1	20,4	18,3
7. Assurances et Fonds de pension	10,4	10,8	11,3	11,4	12,1	12,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	1 646 422	1 775 981	1 926 533	2 179 971	2 367 980	2 571 484

En moins brutales, les déformations de la composition du patrimoine financier des **Belges** ressemblent beaucoup, pour des raisons d'ailleurs assez semblables, à celles que nous venons de décrire pour le patrimoine financier des Italiens : net recul de l'intermédiation bancaire (6 points perdus pour les dépôts autres que les dépôts à vue) et du portefeuille obligataire (12 points perdus). Dans l'un et l'autre cas, les placements sur ces produits n'ont pas été négligeables, mais les plus-values ont été ou bien inexistantes ou bien trop faibles pour parvenir à maintenir la part de ces placements dans le patrimoine total. En revanche, la part du portefeuille d'actions détenues en direct a gagné 10 points : les achats nets de titres ont été constamment positifs et les plus-values, même modestes, ont constitué un adjuvant non négligeable. La part des OPC a, quant à elle, gagné plus de 5 points entre 1995 et 2000 : c'est que les placements, surtout en fin de période, ont été considérables ; en revanche, l'apport des plus-values a été limité (voir tableau 6.1). Enfin, les créances des Belges sur les sociétés d'assurance vie ont sans doute progressé, mais assez lentement : les placements ont certes été relativement importants, mais la part des

<sup>2</sup> Au tableau 6.1, on observera que ce seraient même des moins values qui se seraient dégagées.

supports en unités de compte susceptibles de rapporter des plus-values à leurs souscripteurs restaient inférieure à 14% des provisions à la fin de 1999.

**Tableau 6.8**  
**Belgique**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	5,3	4,9	4,6	4,4	4,4	4,5
2. Autres dépôts	24,2	24,6	23,6	21,1	19,4	18,4
3. Obligations et emprunts publics et autres titres de taux	31,5	29,7	26,6	22,9	21,6	19,6
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	20,4	21,5	24,2	28,0	29,0	30,4
5. Mutual funds	9,1	9,6	10,7	12,9	14,1	14,5
6. Assurances	9,4	9,7	10,1	10,6	11,5	12,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	493 767	540 336	603 187	679 524	748 625	790 262

Le mouvement de désintermédiation bancaire a été très fort dans les patrimoines financiers des **Espagnols** : plus de 54% pour l'ensemble des dépôts bancaires et assimilés à la fin de 1995 et seulement 37% à la fin de 2000 (et même 34% fin 1999). C'est que la croissance du patrimoine financier a été rapide avec d'importantes plus-values en capital et les placements bancaires ne sont redevenus importants, on l'a vu, qu'en 1999 et plus encore 2000. La part du portefeuille d'actions gagne, en revanche 15 points au cours de la période sous étude : certes, les achats nets ont été fort modestes, mais les gains en capital ont été abondants (voir tableau 6.1). La progression des parts de fonds d'investissement a été assez faible, mais c'est que, comme en France, des ventes nette importantes ont eu lieu sur les fonds monétaires, alors que les fonds à long terme collectaient au contraire fortement ; l'apport des plus-values a été marginal (tableau 6.1). Quant à la part des créances d'assurance-vie, elle a gagné près de 2 points, mais reste à un niveau assez modeste : le démarrage de ces placements ne date réellement que de 1999 et, même en 2000, cette part dans les flux n'est que d'un tiers, quand dans d'autres pays elle est, depuis plusieurs années, de plus du double.

**Tableau 6.9**  
**Espagne**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	13,2	12,1	11,1	10,3	9,8	9,9
2. Autres dépôts	41,0	35,9	30,0	26,1	24,3	27,2
3. Obligations et emprunts publics et autres titres de taux	4,3	3,4	2,2	1,4	1,8	1,9
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	19,9	22,9	27,2	31,6	36,7	34,9
5. Mutual funds	10,8	14,5	18,0	19,1	15,8	12,7
6. Assurances	6,1	6,4	6,6	6,5	6,7	7,9
7. Fonds de pension	4,7	4,9	4,9	5,0	4,8	5,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	600 244	688 577	796 934	929 896	1 100 087	1 128 009

L'évolution de la composition du patrimoine financier des **Autrichiens** ressemble d'assez près à celle du patrimoine des Belges et des Italiens, là encore d'ailleurs pour les mêmes raisons : fort recul de l'intermédiation bancaire et du portefeuille d'emprunts et obligations. Forte progression de la part des actions et, à un niveau moindre, des fonds d'investissement : en ce qui concerne ces derniers, ils ont sans doute représenté, entre 1997 et 1999, entre 40 et 50% du flux nouveau de placements financiers. Mais, comme on l'a dit, on ne dispose malheureusement pas d'informations précises sur le flux de placements financiers et sa composition.

Quant à la part des créances sur l'assurance-vie, elle gagne certes près de trois points sur la période, mais continue de se situer à un niveau relativement faible en raison d'un démarrage tardif. On signalera en 1998 et 1999 des versements probablement assez forts sur les caisses de retraite gérées en capitalisation (de l'ordre d'un cinquième du flux nouveau de placements financiers). Avec, au total, près de 50% de dépôts bancaires et assimilés dans leur patrimoine financier, les Autrichiens conservaient, fin 2000, l'un des patrimoines les plus traditionnels de l'Union européenne.

**Tableau 6.10**  
**Autriche**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	8,7	9,0	8,4	8,6	8,1	9,1
2. Autres dépôts	51,2	49,5	48,0	45,8	43,2	39,8
3. Obligations et emprunts publics et autres titres de taux	14,5	12,7	10,8	8,5	6,1	6,6
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	5,9	7,0	8,9	11,2	14,2	15,4
5. Mutual funds	3,9	5,2	6,6	8,0	10,2	10,6
6. Assurances	14,2	15,0	15,4	15,4	15,2	15,5
7. Fonds de pension	1,5	1,7	1,9	2,5	3,0	3,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	223 660	237 129	248 772	264 927	290 885	309 560

L'évolution de la composition du patrimoine des **ménages suédois** se caractérise par le fort reflux de l'intermédiation bancaire (de plus de 38% fin 1995 à moins de 20% fin 2000) et de la détention d'emprunts et obligations en direct (leur part dans le patrimoine financier est pratiquement divisée par trois). La croissance de la proportion des actions est sensible, mais sans doute moins forte qu'ailleurs : c'est que les plus-values paraissent avoir été relativement faibles (voir tableau 6.1). Les fonds d'investissement ont vu, en revanche, leur poids s'accroître très nettement : il fait plus que doubler, mais c'est que les flux de placements ont été très conséquents. Enfin, les créances sur l'assurance-vie et les fonds de pension (assez peu développés quant à eux) ont formidablement progressé, passant de moins de 21% en 1995 à plus de 35% du montant du patrimoine financier en 2000 : les flux de placements ont été massifs et à cela s'ajoutent certaines plus-values. Ce dernier point est un peu surprenant car, fin 2000, les provisions correspondant aux supports en unités de compte ne dépassaient pas le cinquième de l'ensemble des provisions constituées au titre de l'assurance-vie. Des vérifications devront donc être faites.

**Tableau 6.11**  
**Suède**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement et autres dépôts	38,1	30,6	24,7	22,6	19,1	19,3
2. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	11,6	9,8	7,6	7,2	5,0	4,0
3. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	19,7	20,4	24,4	21,0	25,0	22,0
4. Mutual funds	9,3	9,3	12,4	15,8	20,2	19,5
5. Assurances	21,4	29,9	31,0	33,4	30,7	35,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	162.638	210.324	242.664	240.607	323.478	305.217

De façon atténuée, l'évolution de la composition du patrimoine financier des **Finlandais** ressemble à celle que nous avons décrite plus haut pour les patrimoines des Belges, des Italiens, des Autrichiens et même des Suédois : reflux prononcé de l'intermédiation bancaire qui passe de plus de 36% du patrimoine financier fin 1995 à moins de 26% fin 2000 ; reflux aussi de la détention en direct d'emprunts et d'obligations, mais ce reflux reste modéré parce que le niveau de détention de départ était lui-même modeste. La part des portefeuilles d'actions détenues en direct est en sensible croissance ; la part des actions dans les flux reste certes inférieure à ce qu'elle est dans le patrimoine financier ; mais la croissance de cette dernière part est fortement soutenue par l'évolution favorable des indices boursiers (voir tableau 6.1). Cette part plafonne fin 1999 et connaît un léger tassement fin 2000, tassement dû à la fois au fait que le flux de placements sur actions a été négatif au cours de cette année et à la fébrilité enregistrée sur les marchés boursiers qui, on l'a vu, s'est finalement traduite par un léger tassement des indices de cours entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 décembre 2000.

**Tableau 6.12**  
**Finlande**  
**La composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	21,4	20,9	18,5	19,5	17,8	17,2
2. Autres dépôts	14,8	12,9	11,8	10,2	8,7	8,4
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	2,9	2,7	2,1	1,8	0,7	0,9
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	53,0	54,7	57,8	57,8	61,1	59,9
5. Mutual funds	0,5	0,8	1,1	1,6	2,9	3,6
6. Assurances	7,4	7,9	8,7	9,1	8,8	9,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	111 992	128 466	144 867	165 960	195 472	202 500

L'augmentation de la part des Mutual Funds et des créances sur les sociétés d'assurance est sensible, mais elle peut sembler relativement faible compte tenu de l'importance des placements qui ont été réalisés sur ces types de placement : c'est, à l'examen des comptes sous les hypothèses mentionnées ci-dessus, que ces deux postes ne bénéficient pas du tout des plus-values en capital qui sont pratiquement monopolisées par le portefeuille d'actions détenues en direct (voir tableau 6.1).

\*

\*                      \*

Au total, sur données pondérées, la composition du patrimoine financier des Européens a subi d'assez profondes modifications sur la période étudiée.

**Tableau 6.13**  
**Evolution de la composition du patrimoine financier**  
**des ménages européens sur données pondérées**  
**Europe 10**  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	10,5	10,3	10,2	9,8	9,5	10,1
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	24,9	23,7	20,7	19,4	16,8	16,9
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	10,3	9,7	8,2	7,4	6,0	6,7
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et fonds d'investissement	21,9	23,3	25,9	28,3	32,4	33,0
5. Assurances et Fonds de pension	32,4	32,9	35,0	35,2	35,3	33,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

⇒ En matière d'intermédiation bancaire, si la part des moyens de paiement ne s'est que légèrement tassée au cours de la période<sup>3</sup>. Celle des autres dépôts bancaires a reflué de huit points. La remontée globale de l'intermédiation bancaire en 2000 est due à la fois à un certain retour sur les produits sûrs et au freinage de la croissance du patrimoine dû au médiocre comportement des marchés boursiers.

⇒ Le recul de la part des obligations et emprunts est évidemment très spectaculaire : on a vu que nulle part en Europe, les obligations « corporate » n'avaient réellement pris le relais des emprunts publics dont l'offre était en diminution.

⇒ La progression de la part des actions doit beaucoup aux prix et peu aux volumes en ce qui concerne la détention directe ; pour les fonds d'investissement, c'est le schéma inverse qui prévaut.

<sup>3</sup> Elle reste encore à un niveau très supérieur à celui des Etats-Unis

⇒ S'agissant des créances sur l'assurance-vie et les fonds de pension, la progression de la part est sans doute moindre que ce à quoi l'on pouvait s'attendre : c'est qu'en 1997 et même 1998, les unités de compte étaient encore marginales dans beaucoup de pays ; les ménages n'ont donc alors que peu profité de la bonne tenue du marché boursier ; en revanche, en 2000, le retournement du marché boursier avec un poids accru des supports en unités s'est traduit par un tassement de la part des créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension à cotisations définies.

\*

\*

\*

Malgré le développement soutenu de l'assurance-vie au cours de la période, les écarts entre les provisions par tête en 1999 dans les différents pays restent encore considérables<sup>4</sup> : plus de 23.000 euros au Royaume-Uni, par exemple, mais moins de 1.700 euros en Espagne où le taux de croissance de l'assurance-vie a pourtant été élevé sur la période étudiée.

Les écarts sont moindres en ce qui concerne le rapport provisions / PIB car les pays où les provisions par tête sont importantes ont aussi des niveaux élevés de PIB.

**Tableau 6.14**  
**L'importance des provisions d'assurance-vie en 1999**

	Provisions par tête (en euros)	Provisions / PIB (en %)
Royaume-Uni	23.110	95,8
Suède	18.819	73,0
France	10.160	45,9
Pays-Bas	10.003	42,0
Allemagne	6.084	25,5
Belgique	5.609	24,5
Italie	2.410	12,5
Espagne	1.668	11,8

Source : Sigma et CEA

<sup>4</sup> Le niveau des provisions par habitant ou par rapport au PIB est probablement le meilleur indicateur du développement de l'assurance-vie dans un pays donné.