



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

**LA COMPOSITION DES PATRIMOINES FINANCIERS  
ET DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS  
DES MENAGES  
EN EUROPE ET AUX ETATS UNIS  
1995-1999**

**Etude menée pour le compte du Commissariat Général du Plan**

**Rapport définitif**

André BABEAU  
Auguste MPAKCO

Octobre 2001



## SOMMAIRE

<b>1. FLUX ET PATRIMOINES FINANCIERS DES MENAGES AMERICAINS (1995-2000)</b> .....	1
1.1. Le traitement des sources concernant les Etats-Unis .....	1
1.1.1. La constitution du secteur "ménages" .....	1
1.1.2. La nomenclature des produits .....	3
1.2. L'évolution de la composition des patrimoines financiers des ménages américains entre 1995 et 2000 .....	5
1.2.1. Fonds de pension et assurance-vie .....	7
1.2.2. Portefeuille de valeurs mobilières (hors obligations et emprunts) .....	8
1.2.3. Emprunts publics et obligations des entreprises .....	9
1.2.4. Moyens de paiement et autres dépôts bancaires .....	10
1.2.5. Les enseignements spécifiques tirés de l'évolution de la composition des flux de placements financiers .....	10
<b>2. FLUX ET PATRIMOINES FINANCIERS DES MENAGES EUROPEENS (1995-1999)</b> .....	15
2.1. Le traitement des sources concernant les six pays européens .....	15
2.1.1. La constitution du secteur "ménages" .....	15
2.1.2. Des nomenclatures variables selon les différents pays .....	16
2.1.3. Le poids des six pays retenus dans le patrimoine financier des ménages de l'Union européenne .....	16
2.2. L'évolution de la composition du patrimoine financier dans chacun des six pays européens retenus (1995-1999) .....	17
2.2.1. L'Allemagne .....	17
2.2.2. L'Espagne .....	20
2.2.3. La France .....	23
2.2.4. L'Italie .....	25
2.2.5. Les Pays-Bas .....	27
2.2.6. Le Royaume-Uni .....	29
2.3. L'évolution de la composition du patrimoine financier en Europe .....	31
2.3.1. La pondération pour parvenir à un patrimoine européen .....	31
2.3.2. Les principaux enseignements de l'évolution européenne du patrimoine financier des ménages en Europe .....	31



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

<b>3. COMPARAISON DE LA COMPOSITION DES PATRIMOINES FINANCIERS ET DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MENAGES EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS (1995-1999)</b> .....	34
3.1. La nomenclature utilisée pour la comparaison.....	34
3.2. Les principaux enseignements de l'observation dans la nomenclature en cinq postes sur les cinq années de la période.....	35
<b>4. LES "SUPPORTS FINAUX" DU PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS (1995-1999)</b> .....	42
4.1. Présentation de la méthode .....	42
4.2. Les principales évolutions des "supports finaux" des ménages en Europe et aux États-Unis .....	44



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

## **1. FLUX ET PATRIMOINES FINANCIERS DES MÉNAGES AMÉRICAINS (1995-2000)**

---

### **1.1. LE TRAITEMENT DES SOURCES CONCERNANT LES ÉTATS-UNIS**

Le Board of Governors du Federal Reserve System de Washington publie sur son site internet les Flow of Funds Accounts of the United States (Annuals Flows and Outstandings) depuis le début des années 1940. Il s'agit de l'ensemble des comptes financiers des différents secteurs de l'économie nationale en flux et en encours. Des éléments de comptabilité patrimoniale sont même fournis de façon assez complète puisque des tableaux présentent le changement de la valeur des actifs nets en isolant les "gains de détention" (Holding gains of assets stated at market value) : tableau R.100 pour les ménages et les organismes sans buts lucratifs, tableau R.102 pour les sociétés non financières non agricoles.

Le traitement des données américaines pose deux séries de problèmes :

- un problème de constitution du secteur "ménages" (sectorisation)
- un problème de nomenclature de produits financiers à distinguer dans les comptes de flux comme dans les comptes de patrimoine.

#### **1.1.1. La constitution du secteur "ménages"**

La "sectorisation" des ménages n'est pas identique dans les Flow of Funds Accounts et dans le SEC 1995 qui s'applique aux pays européens depuis 1999.

Dans le SEC 1995, le secteur 14 (S.14, ménages), se décompose, de façon résumée, en :

- individus ou groupes d'individus dont la fonction principale consiste à consommer ;
- les entreprises individuelles ou assimilées ;



- les institutions sans buts lucratifs au service des ménages, qui ne sont pas dotées de la personnalité juridique.

Le secteur 15 (S.15) regroupe les institutions sans but lucratif au service des ménages qui sont dotées de la personnalité juridique.

Comme la frontière entre S.14 et S.15 paraît assez conventionnelle et qu'au demeurant le secteur S.15 est partout assez modeste, le regroupement S.14 + S.15 est souvent effectué et certains pays européens ne publient d'ailleurs pas de comptes séparés pour le S.14 et pour le S.15. C'est la raison pour laquelle le secteur regroupé S.14 + S.15 a été retenu pour l'Europe.

Les choses se présentent assez différemment pour les Etats-Unis où apparaissent en flux et en encours trois comptes :

- les tableaux 100 (F.100 ou L.100) concernent les ménages au sens strict et organismes sans buts lucratifs ; il inclut les ménages d'exploitants agricoles en tant que ménages, mais pas en tant qu'entrepreneurs ;
- les tableaux 103 (F.103 et L.103) concernent les entreprises non sociétaires non agricoles ;
- les tableaux 104 (F.104 et L.104) concernent les entreprises agricoles, qu'elles soient ou non en sociétés.

Nous nous sommes assurés que, parmi les entreprises agricoles, le poids des sociétés était tout à fait restreint. Dans ces conditions, pour reconstituer l'équivalent du regroupement S.14 + S.15 en Europe, nous avons, sous une réserve qui apparaîtra ci-dessous, additionné terme à terme les tableaux 100, 103 et 104, aussi bien pour les flux que pour les patrimoines financiers.



### **1.1.2. La nomenclature des produits**

Nous aboutissons pour les Etats-Unis à une nomenclature détaillée en 12 postes, nomenclature qui sera simplifiée au moment de la comparaison avec l'Europe.

Les "**moyens de paiement**" comprennent les espèces et les dépôts sur comptes de chèques auxquels on a ajouté les dépôts en devises étrangères supposés être disponibles à vue.

Les "**autres dépôts bancaires ou assimilés**" correspondent aux dépôts d'épargne ou aux dépôts à terme auprès des banques, caisses d'épargne et organismes assimilés.

Les "**obligations et emprunts publics**" correspondent aux titres émis par le Gouvernement fédéral (Trésor, Agences diverses) ou par les municipalités.

Les "**autres titres de taux**" correspondent à tous les Market Credit Instruments autres que les obligations et emprunts publics" : open market paper, obligations étrangères, obligations d'entreprises américaines, titres hypothécaires.

Les **actions de sociétés** correspondent aux actions directement détenues par les ménages ou aux parts des ménages dans des sociétés de placements collectifs "fermées" (closed end funds). Ces actions paraissent être principalement cotées : les sociétés aux Etats-Unis n'ont, en effet, pas d'obligation de dépôt des comptes, de sorte que les sociétés non cotées sont extrêmement mal connues. Le Federal Reserve Board réalise cependant une enquête annuelle auprès de 4.500 petites et moyennes entreprises, mais il ne semble pas que les résultats de cette enquête soient systématiquement utilisés pour évaluer les sociétés non cotées.

Les "**money market funds shares**" correspondent aux sociétés de placements collectifs en titres monétaires.



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Les "**mutual funds shares**" correspondent aux parts possédées par les ménages dans des sociétés de placements collectifs non monétaires : pas plus qu'en Europe, on ne dispose malheureusement pour les Etats-Unis de la distinction entre fonds principalement actions et les fonds principalement placés sur d'autres supports.

Les investissements des "**bank personal trusts**" correspondent aux actifs financiers gérés par les banques (trustees) pour le compte des ménages : les supports de placement sont les différents types de valeurs mobilières (actions, obligations) et, dans certains cas, des actifs immobiliers.

Les "**life insurance reserves**" correspondent aux créances des ménages sur les compagnies d'assurance-vie : ce sont les créances non échues car, en ce qui concerne les créances échues, qu'il s'agisse de l'assurance-vie ou de l'assurance non-vie, elles semblent bien figurer dans les actifs divers (miscellaneous assets).

**Pension Funds Reserves** : elles correspondent aux créances non échues des ménages sur les fonds de pensions professionnels gérés en capitalisation, qu'il s'agisse de fonds à prestations définies ou de fonds à cotisations définies.

Les **cautions et nantissements** correspondent à des actifs financiers des ménages, isolés dans leur patrimoine pour servir de garantie à des crédits (Security credit).

Enfin les **actifs divers** (miscellaneous assets) correspondent à des créances des ménages telles que les actions détenues par les entrepreneurs individuels dans les entreprises subventionnées par le gouvernement, les créances échues sur les compagnies d'assurance etc. Une ligne "other" reprend d'ailleurs les actifs plus difficiles encore à identifier et elle n'est parfois pas négligeable : par exemple, fin 2000, pour les entreprises individuelles non agricoles sur un encours de 536 milliards de dollars de "miscellaneous assets", la ligne "other" en représente 487 milliards !

Une ligne de la nomenclature exige des explications car elle a été supprimée des tableaux 100 concernant les flux et les encours des ménages et organismes sans buts lucratifs : il s'agit de la ligne "**equity in noncorporate business**". Cette ligne valorise les droits de propriété des ménages sur les entreprises individuelles dont les comptes financiers sont, on l'a vu, tout à fait séparés. Il faut rappeler que, dans le système de comptes européens, les actifs des entreprises individuelles sont répartis



entre le patrimoine physique (bâtiments, équipements, machines etc.) et le patrimoine financier (trésorerie, placements, comptes de passif).

En maintenant cette valorisation globale des entreprises individuelles dans les comptes de flux et d'encours des ménages, nous commettrions la double erreur suivante :

- nous introduirions une importante hétérogénéité par rapport aux comptes européens en prenant en compte, dans les comptes financiers des ménages, cette valorisation globale des entreprises individuelles ;
- cette hétérogénéité serait accompagnée d'un double compte pour la partie financière du patrimoine des entreprises individuelles, puisque nous avons additionné terme à terme les tableaux 100, 103 et 104 pour aboutir à un regroupement sectoriel qui corresponde à celui qui existe pour l'Europe.

Des tableaux 100 concernant les ménages et les organismes sans buts lucratifs, nous avons donc retiré la ligne "equity in non corporate business" qui était loin d'être négligeable puisque, fin 2000, elle s'élevait à 4.916 milliards \$ pour un patrimoine financier total de 33.736 milliards. Le montant total des actifs financiers "réinjectés" par la prise en compte des tableaux 103 et 104 est seulement de 1.158 milliards, soit moins du quart de "l'equity in noncorporate business".

## **1.2. L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DES PATRIMOINES FINANCIERS DES AMÉRICAINS ENTRE 1995 ET 2000**

Entre 1995 et 1999, le patrimoine financier des ménages aux États-Unis a crû au rythme annuel moyen de 14%, ce qui paraît assez exceptionnel. La population ayant augmenté d'environ 1% par an, cela donne une croissance annuelle du patrimoine par habitant d'environ 13%. Une bonne part de cette croissance est naturellement due aux revalorisations boursières et, tout spécialement, au cours des deux dernières années de la période. En 2000, c'est au contraire une diminution du patrimoine financier qui a été enregistrée (-5,7%, environ -6,7% par habitant), due, elle aussi, aux évolutions boursières entre le début et la fin de l'année.



On regroupera les postes en fonction de leur proximité en matière de nature des placements.

**Tableau 1**  
**Etats-Unis**  
**Composition du patrimoine financier des ménages\***  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	3,3	2,7	2,2	2,2	1,7	1,6
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	12,9	12,3	11,4	10,9	9,8	11,4
3. Obligations et emprunts publics	7,4	7,0	5,7	4,6	4,6	4,4
4. Autres titres de taux	3,9	3,9	3,7	3,7	3,4	3,7
5. Actions de sociétés	21,6	22,2	24,3	24,5	27,5	21,9
6. Money Market Fund Shares	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	3,3
7. Parts de Mutual Funds	6,2	7,1	8,0	8,7	9,8	10,1
8. Bank personal trusts and estates	4,3	4,1	3,9	3,7	3,6	3,5
9. Assurance Vie	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5	2,7
10. Fonds de pension	31,0	31,2	31,7	32,2	30,7	32,8
11. Cautions et nantissements	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,3
12. Actifs divers	3,5	3,4	3,2	3,1	2,8	3,1
<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>Total (en milliards de \$)</b>	<b>18.827,5</b>	<b>21.096,2</b>	<b>24.350,0</b>	<b>37.205,7</b>	<b>31.785,7</b>	<b>29.977,3</b>

\*Flow of Funds Accounts, sommation des tableaux L.100 (ménages et OSBL), L.103 (entreprises individuelles non agricoles) et L.104 (exploitations agricoles) pour retrouver le secteur agrégé S.14 + S.15 des pays européens.

**Tableau 2**  
**Etats-Unis**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en milliards de dollars)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	617,3	565,9	531,4	589,6	543	472
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	2.432,4	2.600,6	2.776,9	2.978,9	3.111,9	3.418,0
3. Obligations et emprunts publics	1.384,3	1.473,8	1.388,4	1.243,5	1.473,1	1.329,2
4. Autres titres de taux	733,3	828,7	896,1	1.017,8	1.076,8	1.107,2
5. Actions de sociétés	4.070,9	4.686,8	5.909,9	6.672,3	8.750,0	6.579,2
6. Money Market Fund Shares	450,1	500,7	577,3	732,7	848,0	1002
7. Parts de Mutual Funds	1.158,9	1.495,4	1.941,2	2.374,2	3.106,0	3.025,7
8. Bank personal trusts and estates	803,0	871,3	942,5	1.001,0	1.130,4	1.039,0
9. Assurance Vie	566,2	610,6	665,0	718,3	783,9	823,5
10. Fonds de pension	5.832,6	6.582,4	7.725,5	8.760,0	9.747,7	9.847,5
11. Cautions et nantissements	127,6	162,9	215,5	276,7	323,9	404,1
12. Actifs divers	651,0	717,0	780,3	840,3	890,8	930,0
Total (en milliards de \$)	18.827,5	21.096,2	24.350,0	27.205,7	31.785,7	29.977,3

**1.2.1. Fonds de pension et assurance-vie (plus du tiers du patrimoine financier fin 1999)**

La part des créances sur les fonds de pension augmente de près de 2 points de pourcentage, de 31% fin 1995 à 32,8% fin 2000 ; celle des créances sur les sociétés d'assurance-vie se tasse légèrement passant de 3% à 2,7%. Dans les deux cas, il y a un effet "volume" et un effet "prix" (contrats d'assurance-vie en U.C. ? Créances sur les fonds de pension à contributions définies).

S'agissant des "volumes", les variations de créances des ménages sur l'assurance-vie sont, grosso modo, sur les 6 années de la période, égales au quart des variations de créances sur les fonds de pension. Comme les encours sont plutôt dans le rapport de 1 à 10, la situation semble manifester une assez bonne santé de



l'assurance-vie et/ou une certaine arrivée à maturité des fonds de pensions. Mais ces "volumes" contrastent avec les évolutions de parts d'encours qui baissent pour l'assurance-vie et augmentent pour les fonds de pension. La réponse réside simplement dans l'importance relative des "réévaluations" : pour les créances d'assurance-vie, entre fin 1995 et fin 1999, les réévaluations ne représentent que moins de 12% de la croissance de l'encours : la part des contrats en dollars pourrait être encore relativement importante par rapport aux contrats en unités de compte placés sur les mutual funds ; pour les fonds de pension, les réévaluations correspondent à plus de 80% de la croissance des encours : beaucoup de fonds à contributions définies (dont les fonds correspondant aux fameux contrats 401k) font en effet une large place aux actions (autour de la moitié des placements).

### ***1.2.2. Portefeuilles de valeurs mobilières (hors obligations et emprunts) : près de 44% du patrimoine financier en 1999***

Ces portefeuilles comprennent les actions, les parts de mutual funds, les money market funds et les bank personal trusts and estates.

Ce sont les **actions de sociétés** (presque exclusivement cotées) qui représentent la part la plus importante : près de 22% fin 1995 et près de 28% fin 1999 (avec une forte retombée en 2000). Entre 1995 et 1999, la croissance de cette part est entièrement due aux évolutions de prix, car l'effet "volume" est fortement négatif : en quatre ans, les ménages américains ont été vendeurs nets d'actions pour un montant global de près de 1.300 milliards, mais les revalorisations se sont élevées, quant à elles, à près de 6.000 milliards de dollars !<sup>1</sup>

La part des **mutual funds** (hors money market funds) est beaucoup plus faible, mais elle augmente considérablement : 6,2% fin 1995, 9,8% fin 1999, c'est une croissance de plus de moitié qui s'explique ici à la fois par les volumes et les prix : sur une croissance globale en quatre ans d'environ 1.950 milliards, un peu moins de 900 milliards correspondraient aux "achats nets" et un peu plus de 1.050 milliards aux réévaluations qui représentent quelque 55% de la croissance totale des encours.

---

<sup>1</sup> Voir Stocks in the Household Portfolio : a Look back at the 1990s, par Joseph Tracy et Henry Schneider, *FRB New York, Current Issues in Economics and Finance*, avril 2001, volume 7, n°4, 6 pages.



Tout s'est donc passé comme s'il y avait eu une substitution de la détention indirecte à la détention directe. Sur les causes de cette substitution (baisse des commissions des Mutual Funds, confiance croissante des investisseurs à l'égard des gestionnaires etc), on pourra se référer à l'étude du Federal Reserve Board Dallas <sup>2</sup>.

Les **money market funds** voient leur poids relatif augmenter légèrement de 2,4% fin 1995 à 2,7% à la fin de 1999 : la croissance des encours d'environ 400 milliards de dollars entre fin 1995 et fin 1999 est tout entière à attribuer aux nouvelles souscriptions des ménages au cours des quatre années considérées (en moyenne, 18% des nouveaux placements financiers des ménages entre 1995 et 1999).

Enfin, la part des **bank personal trusts et estates** diminue au cours de la période passant de 4,3% fin 1995 à 3,6% fin 1999. L'encours progresse cependant de quelque 330 milliards entre les deux dates et, comme il y a eu, en quatre ans, un peu plus de 100 milliards de retraits, on doit en conclure que les réévaluations se sont élevées à environ 440 milliards, ce qui, pour un actif d'environ 800 milliards fin 1995, témoigne d'une gestion sans doute satisfaisante.

### ***1.2.3. Emprunts publics et obligations des entreprises***

La part des **emprunts publics** (gouvernement fédéral ou municipalités) a nettement régressé passant de 7,4% fin 1995 à 4,6% fin 1999 : cela est évidemment à mettre en relation avec la politique de gestion en suréquilibre des finances publiques ; selon les années, les ménages sont tantôt acheteurs nets et tantôt vendeur nets de ces titres avec un flux qui, au total, est plutôt négatif sur les cinq années de la période : en raison de la baisse des taux longs, l'encours fin 1999 retrouve tout de même son niveau de fin 1996, un peu au-dessus de celui de fin 1995. Mais, du fait de la forte croissance du patrimoine total, il n'est pas étonnant que la part de ce poste baisse sur les quatre années de la période.

---

<sup>2</sup> The Rise of Stock Mutual Funds, FRB Dallas, Southwest Economy, janvier-février 2001, 5 pages



Le poste "**autres titres de taux**" comprend principalement les obligations étrangères et les obligations émises par les entreprises : sa part se maintient à peu près sur la période, un peu au-dessous de 4%, l'encours passant de moins de 750 à près de 1.100 milliards ; les achats et souscription nets ont d'ailleurs été chaque année fortement positifs (en moyenne, près de 19% du flux de nouveaux placements financiers) : tout se passe donc comme s'il y avait eu, au moins en partie, substitution d'obligations privées à des obligations publiques.

#### ***1.2.4. Moyens de paiements et autres dépôts bancaires***

La part des **moyens des paiements** dans le total du patrimoine financier a été pratiquement divisée par 2 entre fin 1995 et fin 1999, passant de 3,3 à 1,7% : en valeur absolue, on est passé d'un peu plus de 600 milliards à moins de 550 milliards : ce n'est pas encore la "moneyless society", mais on semble s'en rapprocher ; en tout cas, la vitesse de rotation des encaisses de transaction s'est considérablement accélérée puisque, dans le même temps, le montant des dépenses a beaucoup augmenté.

Les "**autres dépôts bancaires et assimilés**" qui regroupent les dépôts d'épargne et les dépôts à terme voient leur part perdre 3 points de pourcentage entre fin 1995 et fin 1999 : pourtant, leurs encours augmentent sensiblement avec, sur quatre années, près de 700 milliards de dépôts nets ; mais ces dépôts ne suffisent cependant pas à maintenir leur part, compte tenu du dynamisme très puissant du patrimoine total.

Le poste "**cautions et nantissements**" maintient sa part aux environs de 1% du patrimoine total. Quant à la part des "actifs divers", elle se tasse assez nettement et concerne plus les entrepreneurs individuels que les ménages stricto sensu.

#### ***1.2.5. Les enseignements spécifiques tirés de l'évolution de la composition du flux de placements financiers***

Indépendamment de l'utilisation qui en a déjà été faite dans le commentaire ci-dessus, les tableaux donnant, en montants et en pourcentage, la **composition des flux annuels de placements financiers** des ménages méritent quelques remarques supplémentaires.

**Tableau 3**  
**Etats-Unis**  
**Composition des flux de placements financiers des ménages**  
**(en %)**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 95-99	2000
1. Moyens de paiement	- 11,6	- 9,5	- 7,3	9,0	- 8,1	-5,5	- 19,7
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	35,2	31,3	38,3	31,1	23,2	31,8	82,8
3. Obligations et emprunts publics	- 11,6	8,2	- 18,3	- 18,0	27,6	-2,4	- 38,6
4. Autres titres de taux	22,6	17,7	23,8	18,8	10,6	18,7	4,9
5. Actions de sociétés	- 33,0	- 45,0	- 76,4	- 55,2	- 59,4	-53,8	- 122,3
6. Money Market Fund Shares	21,0	9,4	15,9	24,0	20,1	18,1	41,3
7. Parts de Mutual Funds	14,2	36,1	54,9	39,5	28,6	34,6	56,0
8. Bank personal trusts and estates	1,4	- 1,0	- 10,6	- 6,6	- 1,2	-3,6	- 1,9
9. Assurance Vie	9,8	8,3	12,6	7,4	8,9	9,4	14,5
10. Fonds de pension	34,1	27,2	42,6	31,3	32,8	33,5	51,2
11. Cautions et nantissements	4,0	6,2	11,1	9,5	8,2	7,8	21,5
12. Actifs divers	13,9	12,2	13,4	9,3	8,8	11,5	10,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en milliards de \$)	465,6	539,1	472,4	647,2	572,9	539,4	372,8

**Tableau 4**  
**Etats-Unis**  
**Composition des flux de placements financiers des ménages**  
**(en milliards de dollars)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	- 54,0	- 51,4	- 34,3	58,4	- 46,6	- 73,6
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	163,8	168,6	181,1	201,0	133,0	308,7
3. Obligations et emprunts publics	- 53,8	44,2	- 86,6	- 116,8	158,2	- 143,9
4. Autres titres de taux	105,2	95,4	112,5	121,5	60,5	18,3
5. Actions de sociétés	- 153,5	- 245,4	- 361,0	- 3 57,2	- 340,4	- 456,6
6. Money Market Fund Shares	97,7	50,6	74,9	155,4	115,4	153,9
7. Parts de Mutual Funds	66,0	195,5	259,6	255,6	164,1	208,6
8. Bank personal trusts and estates	6,4	- 5,3	- 49,9	- 42,5	- 7,1	- 7,1
9. Assurance Vie	45,8	44,5	59,3	48,0	50,8	54,2
10. Fonds de pension	158,7	148,1	201,2	202,5	187,7	190,9
11. Cautions et nantissements	18,6	35,3	52,6	61,2	47,2	80,2
12. Actifs divers	64,7	66,0	63,3	60,0	50,2	38,5
Total (en milliards de \$)	465,6	539,1	472,4	647,2	572,9	372,8

Source : Totalisation des tableaux F100, F103 et F104 des Flow of Funds Accounts

D'abord, le montant global du flux de placements paraît très variable d'une année à l'autre : passer, par exemple, de 647 milliards en 1998 à seulement 373 milliards en 2000, nous paraît à peine vraisemblable, sauf à faire ressortir, en 2000, une très forte baisse du recours au crédit de la part des ménages ; mais cela ne semble pas avoir été le cas. Il est vrai que les chiffres de 2000 sont encore provisoires et qu'ils peuvent donc être substantiellement revus à la hausse. Il n'empêche que la variabilité du flux de placements paraît très forte.



Leur composition fait apparaître davantage de régularités :

- les "autres dépôts bancaires" représentent souvent de l'ordre du tiers du flux total de placements financiers (bien plus en 2000) : c'est beaucoup plus que leur part dans les encours (autour de 10%), qui semble assez stable ; mais ces placements ne bénéficient évidemment d'aucune réévaluation due aux mouvements de prix ;
- suivant les années, les variations des créances sur les fonds de pension représentent entre le tiers et la moitié du flux total de placements financiers (en moyenne sur cinq ans, 34%) : c'est plutôt plus élevé que leur part dans les encours, mais celle-ci est en augmentation, on l'a vu, non seulement en raison de l'importance des placements nouveaux, mais aussi à cause des réévaluations ;
- la variation des créances sur les sociétés d'assurance-vie représente de 8 à 15% du flux total de placements (en moyenne sur cinq ans, 9,4%) ; c'est beaucoup plus que la part dans les encours ; mais on a vu que les contrats d'assurance-vie, aux Etats-Unis, semblaient peu profiter de la bonne tenue du marché boursier, ce qui est assez surprenant car la part des contrats en U.C. devrait déjà être assez importante aux Etats-Unis.
- depuis 1996, les placements en mutual funds ont représenté, en moyenne sur 5 ans, 35 du flux total de placements ; c'est considérable et un peu plus élevé que leur part dans l'encours, mais on a vu que celle-ci était logiquement en notable augmentation depuis 1995 ;
- les ventes nettes d'actions par les ménages ont représenté, en moyenne sur cinq ans, 54% du flux total de nouveaux placements financiers (plus de 100% en 2000 !) ; c'est massif : il faut la bonne santé du NYSE pour que la part du portefeuille actions ne diminue pas dans les encours (sauf en 2000 où la chute est nette, en raison de la correction boursière).





OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Au total, entre 1995 et 1999-2000, la composition du patrimoine des ménages américains ne subit pas de bouleversement, mais les fonds de pension progressent encore quelque peu, l'augmentation de la part des Mutual Funds est très sensible, cependant que le reflux de la part des emprunts publics et de celle des moyens de paiement est tout à fait significatif.



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

## **2. FLUX ET PATRIMOINES FINANCIERS DES MÉNAGES EUROPÉENS (1995-1999)**

---

### **2.1. LE TRAITEMENT DES SOURCES CONCERNANT LES SIX PAYS EUROPÉENS**

#### **2.1.1. La constitution du secteur "ménages"**

La constitution du secteur "ménages" a été plus facile pour les pays européens que pour les Etats-Unis. Le SEC 1995, on l'a dit, rend en effet obligatoire la constitution de 2 secteurs :

- le S14 "Ménages" qui regroupe l'ensemble des ménages, ménages en institution et ménages ordinaires. Dans ces derniers sont compris les entrepreneurs individuels et les "autres ménages" (salariés, retraités etc) ;
- le S15 "Institutions sans but lucratif au service des ménages". Ce sont les ISBLSM dotées d'une personnalité juridique, car celles qui ne le sont pas figurent déjà dans le S14.

Cependant, la plupart des pays de l'échantillon étudié ne font pas une distinction explicite entre S14 et S15 dont les comptes financiers sont présentés regroupés (en général, non consolidés, mais cela ne tire pas à conséquence).

Tous les résultats présentés ci-dessous concernent donc le secteur regroupé (S14 + S15) de chacun des six pays étudiés.

On a utilisé ici les TOF en flux et en encours publiés par les banques centrales ou les instituts statistiques des six pays que nous avons retenus :

- Allemagne, Deutsche Bundesbank Monatsbericht, juin 2000
- Espagne, Banco de España, Cuentas Financieras, avril 2000
- France, Comptes et indicateurs économiques, Rapport sur les comptes de la Nation 1999, INSEE Résultats n° 715-716, juillet 2000
- Italie, Rapport annuel de la Banca d'Italia



- Pays-Bas, Statistics Netherlands, Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), National Accounts 1999, août 2000
- Royaume-Uni, Office for National Statistics (ONS) et Bank of England, Household Balance Sheet

### ***2.1.2. Des nomenclatures variables selon les différents pays***

Suivant les pays, on rencontre dans les comptes des difficultés :

- pour distinguer les emprunts publics et les obligations privées : seuls le Royaume-Uni et l'Italie fournissent cette distinction ;
- pour distinguer les actions et les sociétés de placements collectifs : les Pays-Bas ne donnent pas cette distinction ;
- pour distinguer les créances sur les sociétés d'assurance-vie, d'une part, sur les fonds de pension, d'autre part ; ni le Royaume-Uni, ni les Pays-Bas ne fournissent cette distinction
- pour isoler les moyens de paiement des "autres dépôts bancaires" : c'est le cas au Royaume-Uni où les comptes publiés font seulement apparaître une rubrique "Sterling Bank Deposits" qui ne distingue pas les dépôts à vue des dépôts d'épargne.

### ***2.1.3. Le poids des six pays retenus dans le patrimoine financier des ménages de l'Union Européenne***

Les six pays étudiés correspondent aux six patrimoines financiers des ménages les plus importants au sein de l'Union Européenne, fin 1999, leur classement apparaît au tableau ci-dessous.

**Tableau 5**  
**Poids relatif des six pays retenus dans le patrimoine financier des ménages**  
**au sein de l'Union européenne en décembre 1999**

	Montant du patrimoine financier en mds d'euros	En % du patrimoine total	En % de la population
1. Royaume-Uni	4.850,0	27,1	15,6
2. Allemagne	3.450,0	19,3	22,0
3. France	2.692,0	15,0	15,7
4. Italie	2.568,7	14,3	15,4
5. Pays-Bas	1.166,2	6,5	4,1
6. Espagne	1.129,2	6,3	10,5
Sous-total	15.856,1	88,5	83,3
Total Union européenne	17.915,4	100,0	100,0

Les six pays retenus représentent, comme on le voit, près des neuf dixièmes du patrimoine financier des ménages au sein de l'Union européenne et plus des quatre cinquièmes de la population de l'Union. En matière d'évolution de la composition de ce patrimoine financier, on peut donc considérer qu'on a affaire à un "échantillon" très représentatif, ce qui nous conduira in fine à présenter une structure EURO 6, regroupant l'ensemble des patrimoines financiers de ces six pays. Mais auparavant, il convient de commenter les évolutions intervenues pays par pays.

## **2.2. L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DANS CHACUN DES SIX PAYS EUROPÉENS RETENUS(1995-1999)**

### **2.2.1. ALLEMAGNE**

Au cours des cinq années de la période, le patrimoine financier des Allemands ne peut pas connaître de véritables bouleversements, mais de nettes tendances se dessinent à côté de stabilités remarquables.



Commençons par les stabilités, elles concernent :

- la part des moyens de paiement, remarquablement stable un peu au-dessous de 10% ; dans les flux de placements financiers, la part des moyens de paiement est d'ailleurs plutôt, en moyenne sur la période, de l'ordre de 16%, mais elle ne bénéficie naturellement d'aucune réévaluation ;
- celle des créances sur les sociétés d'assurance, à peine croissante entre 21 et 22% du total du patrimoine financier ; l'assurance-vie possède déjà une bonne maturité en Allemagne, mais garde encore beaucoup de vigueur : dans les flux, la part de l'assurance-vie est fortement croissante depuis 1997, sans doute en raison des difficultés rencontrées par le système obligatoire de retraite (en moyenne sur cinq ans, 43% des flux de placements financiers) ; en part dans les encours, l'assurance ne profite pratiquement pas des réévaluations car la quasi-totalité des contrats sont encore en DM, d'où sa faible croissance ;
- celle des fonds de pension qui s'érode quelque peu, mais reste au-dessus de 5% : il s'agit des créances retraite des ménages sur les réserves constituées dans la comptabilité des entreprises, là non plus, pas question de réévaluations ;

Il faut, en revanche, faire figurer parmi les inflexions notables :

- le tassement régulier des "autres dépôts" en banques et caisses d'épargne, de près de 33% en 1995 à 26% en 1999 ; leur part dans les flux est, en moyenne sur la période, inférieure à 10% et ces dépôts ne bénéficient évidemment d'aucune réévaluation ;
- le tassement également régulier de la part des obligations et emprunts ; dans les flux de placements financiers, leur part s'est effondrée depuis 1996 et a même été fortement négative en 1998 ;



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

- en revanche, la forte augmentation de la part des actions détenues en direct (gain de 6 points de pourcentage en cinq ans) : cette croissance musclée n'est due que minoritairement au flux nouveau de placements (6% seulement en moyenne au cours de la période) et doit, au contraire beaucoup à l'excellente tenue du marché, notamment en 1998 et 1999 ;
- la croissance de la part des "mutual funds" qui est de près de quatre points de pourcentage, croissance pour une bonne partie due à la collecte, spécialement vigoureuse depuis 1997 et pour l'autre partie à la réévaluation des fonds actions.

**Tableau 6**  
**Allemagne**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	9,3	9,5	9,3	8,8	9,5
2. Autres dépôts	32,9	31,8	30,3	29,3	26,0
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	13,7	12,9	11,8	11,1	10,2
4. Actions des sociétés	11,0	11,9	13,8	14,6	17,0
5. Mutual funds	7,1	7,4	8,0	9,0	10,6
6. Assurances	20,3	20,9	21,3	21,8	21,5
7. Fonds de pension	5,7	5,6	5,5	5,4	5,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	2.674.838,8	2.852.206,0	3.055.061,0	3.227.816,3	3.553.493,9

**Tableau 7**  
**Allemagne**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	10,1	17,4	8,8	20,3	22,0	15,7
2. Autres dépôts	16,3	20,5	14,3	12,6	-15,3	9,6
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	18,3	1,6	0,9	-10,2	0,8	2,3
4. Actions des sociétés	2,1	6,8	6,0	6,1	8,4	5,9
5. Mutual funds	8,1	8,2	17,3	23,1	33,4	18,0
6. Assurances	39,0	39,7	46,4	42,7	45,1	42,6
7. Fonds de pension	6,0	5,7	6,4	5,6	5,7	5,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,2	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	130.589,1	137.752,3	124.392,2	140.216,7	138.294,2	

### **2.2.2. ESPAGNE**

Entre 1995 et 1999, le patrimoine financier des ménages s'est très profondément modifié en Espagne, passant d'un patrimoine très intermédié auprès des banques et caisses d'épargne à un patrimoine moins intermédié et davantage orienté vers les actifs risqués.

Les principales évolutions sont les suivantes :

#### **1. Dans le sens de la diminution :**

- la part des moyens de paiements passe de 13 à moins de 10% du total : c'est un peu étrange car, dans les flux, ces moyens de paiement représentent en moyenne sur la période près de 28% du total : y aurait-il, pour l'Espagne, certaines incohérences entre les flux et les encours ?
- on est obligé de poser la même question pour les "autres dépôts bancaires et assimilés" dont la part décroît fortement et régulièrement dans les encours (de presque 20 points entre 1995 et 1999), alors que pour certaines années



(1999, en particulier) le montant des flux nouveaux sur ces produits paraît très important et est donc peu cohérent avec la poursuite de la baisse de leur part dans les encours ; mais il est vrai qu'en moyenne sur cinq ans, la part de ces "autres dépôts" est inférieure à 11% de l'ensemble du flux de placements nouveaux ;

- la part des emprunts publics n'était déjà pas très importante en 1995, mais elle se réduit en cours de période, sans qu'il y ait de compensation du côté des achats et souscriptions d'emprunts privés.

## **2. Dans le sens de l'augmentation :**

- la part des actions double pratiquement passant de moins de 19 à plus 37% du patrimoine financier ; cela est surprenant car, 4 années sur 5, les ménages sont vendeurs nets d'actions : il est vrai que la Bourse espagnole a très bien performé; mais, là encore, on aimerait pouvoir disposer des réévaluations pour tester la cohérence des flux et des stocks et, parmi les flux, trouver la trace des opérations de privatisation ;
- la part des organismes de placements collectifs gagne près de 6 points sur la période, alors que les placements, en moyenne, sont inférieurs à 7% des flux de placements financiers ; faut-il attribuer aux réévaluations la forte augmentation de leur part dans les encours ? Question, comme les précédentes, malheureusement sans réponse.

Pour finir, mentionnons que la quasi-stabilité de la part des créances d'assurance-vie et de la part des créances sur les fonds de pension apparaît aussi difficilement compatible avec le montant élevé des flux de placement sur ces produits : ces flux représentent en effet respectivement 43% et 24% du total des flux financiers sur la période. En ce qui concerne les montants importants collectés – en particulier en 1996, 1997 et 1998 - sur les fonds de pension, il semble s'agir, moins des fonds de pension du deuxième pilier (planes del sistema de empleo, offerts dans les entreprises) qui ne touchent que 400 000 personnes, que des "planes de pensiones individual" qui rassemblent déjà 4 millions de personnes.





OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

**Tableau 8**  
**Espagne**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	12,9	12,1	11,1	9,9	9,7
2. Autres dépôts	43,5	36,2	30,3	25,5	24,6
3. Obligations, emprunts publics	2,6	2,1	1,0	0,7	0,6
4. Autres titres de taux	1,7	1,4	1,1	0,8	0,9
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	18,5	22,7	27,4	33,5	37,1
6. Mutual funds	10,6	14,6	18,1	18,8	16,2
7. Assurances	5,7	6,1	6,1	6,1	6,3
8. Fonds de pension	4,6	4,9	4,9	4,8	4,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions de euros)	613.916,0	684.340,3	790.497,0	950.193,0	1.086.364,0

**Tableau 9**  
**Espagne**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	5,9	31,0	45,4	34,5	21,9	27,7
2. Autres dépôts	57,0	9,1	- 75,5	17,0	45,8	10,7
3. Obligations, emprunts publics	11,0	- 11,8	- 44,0	- 7,5	- 4,0	- 11,3
4. Autres titres de taux	3,0	- 9,8	2,4	- 3,0	7,8	0,1
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	- 4,3	- 19,5	44,1	- 21,0	- 4,5	- 1,0
6. Mutual funds	1,3	8,9	11,4	9,3	3,9	6,7
7. Assurances	17,4	57,8	76,5	42,9	20,3	43,3
8. Fonds de pension	8,7	34,2	39,5	27,7	8,8	23,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions de euros)	33.646,0	11.770,0	11.019,0	17.659,0	53.387,0	

### **2.2.3. FRANCE**

La composition du patrimoine financier des Français s'est aussi beaucoup modifiée au cours de la période sous revue :

- baisse sensible de la part des moyens de paiements, des "autres dépôts bancaires et assimilés" et des obligations ; pour les "autres dépôts bancaires", cette baisse est compatible avec des flux de placements encore importants sur ces produits ; c'est que le patrimoine global a beaucoup crû grâce aux "réévaluations" ;
- très forte hausse de la part des actions cotées et non cotées, entraînée moins par les flux de placement qui restent modestes que par les évolutions de prix d'un marché qui a été très favorable, surtout en 1998 et 1999.

S'agissant des OPCVM, les reventes nettes de 1995 et 1996 correspondent à la fin de l'épisode des SICAV monétaires engagée en 1990 ; ces SICAV n'ont commencé d'être revendues qu'à partir de 1994. Quant à la part des créances sur les sociétés d'assurance (essentiellement assurance-vie), cette part a crû de deux points entre 1995 et 1999 en raison de la très forte collecte sur ce produit ; elle s'est un peu tassée ensuite : l'année 1998 a été moins bonne du point de vue de la progression de la collecte et surtout du fait que la croissance du patrimoine financier a été spécialement musclée en raison de la très bonne tenue du marché boursier en 1998 et 1999.

**Tableau 10**  
**France**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	12,0	10,8	9,9	8,7	7,5	7,5
2. Autres dépôts	26,2	25,1	24,3	22,5	18,8	30,4
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	3,4	3,1	2,3	1,9	1,3	-1,3
4. Actions des sociétés	23,9	27,5	30,0	33,5	41,7	7,0
5. Mutual funds	12,3	10,5	9,3	9,4	9,1	-2,9
6. Assurances	22,1	23,0	24,1	23,9	21,6	59,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	1.807.988,3	2.024.687,0	2.259.560,0	2.544.930,9	3.117.902,3	

**Tableau 11**  
**France**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	12,3	- 4,7	1,5	7,3	21,3
2. Autres dépôts	51,2	37,9	23,9	26,1	12,3
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	3,5	- 1,4	- 1,9	- 5,9	- 0,6
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	9,7	13,9	8,0	5,4	- 2,1
5. Mutual funds	- 35,7	- 16,1	24,2	4,8	8,1
6. Assurances	59,1	70,3	44,3	61,6	61,1
Total	100,0	100,0	100,0	99,3	100,0
Total (en millions d'euros)	96.090,0	90.399,3	171.170,0	92.200,1	94.494,0



#### **2.2.4. ITALIE**

De 1995 à 1999, la transformation de la composition du patrimoine financier des ménages italiens a été tout à fait spectaculaire :

- d'abord, la désintermédiation bancaire s'est nettement fait sentir : la part globale des moyens de paiement et autres dépôts bancaires y est en effet passée de près de 41% en 1995 à moins de 27% en 1999 ; les flux d'augmentation des moyens de paiement ont en effet été modérés ; quant à la collecte sur les "autres dépôts", elle a été négative trois années sur cinq et, tout particulièrement, au cours des deux années 1997 et 1998 ;
- la première évolution très importante concerne la chute brutale de la part dans les encours des emprunts publics : près de 27% en 1995 et moins de 8% en 1999 ; il y a encore eu des souscriptions nettes positives en 1995, mais au cours des quatre années suivantes, les retraits ont été massifs ;
- il est vrai que cette baisse a été en partie compensée par des achats nets d'obligations d'entreprises qui ont été importants en 1997, 1998 et 1999 ;
- l'augmentation de la part des actions détenues en direct est de 10 points de pourcentage en quatre ans : cette augmentation est due, pour une partie minoritaire aux achats nets (notamment d'actions de sociétés privatisées) et, pour la plus grosse partie, aux très bonnes performances de la Bourse de Milan ;
- entre fin 1995 et fin 1999, la part des "fondi comuni" (sociétés de placements collectifs) a quadruplé : en 1995, les souscriptions nettes ont encore été négatives, mais au cours des années suivantes elles ont été très importantes : en 1998, elles ont représenté plus du double du total des placements financiers nouveaux !



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

- enfin, la part en encours des créances des ménages sur l'assurance-vie n'a gagné que deux points entre 1995 et 1999 ; mais, en flux, cette part a été régulièrement croissante au cours de la période : moins de 20% du total en 1995 et près du double en 1999.

Au total, les actions et fondi communi représentaient fin 1999 près de 44% du patrimoine financier des ménages : un pourcentage qui demande à être réconcilié avec le fait qu'en 1998, 8% seulement des ménages italiens déclaraient être détenteurs d'actions en direct et 11% seulement déclaraient être détenteurs de fondi communi ; si ces divers pourcentages étaient confirmés, cela signifierait, en particulier pour la détention directe d'actions, qu'on a affaire à une très forte concentration des portefeuilles dans la population.

**Tableau 12**  
**Italie**

**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	18,7	17,9	17,4	16,3	15,8
2. Autres dépôts	22,1	20,7	16,5	12,4	10,8
3. Obligations, emprunts publics	26,6	23,8	18,5	11,0	7,6
4. Autres titres de taux	4,9	7,8	10,6	12,2	10,0
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	13,3	13,0	15,4	19,5	23,4
6. Mutual funds	4,1	6,0	10,2	17,1	20,4
7. Assurances et Fonds de pension	10,4	10,8	11,3	11,4	12,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	1.646.422,2	1.775.980,6	1.926.533,0	2.179.971,0	2.367.980,0

**Tableau 13**  
**Italie**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	- 6,2	13,1	18,2	24,8	18,9	13,8
2. Autres dépôts	45,7	5,6	- 56,6	- 46,8	- 16,5	- 15,6
3. Obligations, emprunts publics	30,5	- 21,3	- 61,9	- 162,4	- 52,5	- 53,5
4. Autres titres de taux	6,3	44,5	68,2	39,3	4,5	32,6
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	4,7	- 9,7	9,1	11,0	23,8	7,8
6. Mutual funds	- 0,4	44,0	93,4	209,2	84,0	87,6
7. Assurances et Fonds de pension	19,4	23,9	29,6	34,3	37,8	29,0
Total	100,0	100,0	100,0	109,4	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	100.430,7	85.572,3	89.682,0	83.062,0	99.743,0	

### **2.2.5. PAYS-BAS**

Par rapport aux pays précédents, les patrimoines financiers des ménages aux Pays-Bas ne subissent que de façon atténuée les évolutions signalées ci-dessus : c'est que, au cours de la période, la part des créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pensions (qui sont grosso modo respectivement dans la proportion d'un quart et trois quarts) s'est accrue d'environ 54 à plus de 57% ; en flux, dans ce domaine, les variations de créances des ménages ont représenté près des trois quarts du total en 1995 et encore 55% en 1999.

Avec un tel "poids lourd", les autres évolutions sont forcément contraintes ; la part des dépôts bancaires autres que les moyens de paiement est la principale victime de "l'expansionisme" de la précédente rubrique : elle perd près de quatre points, alors que la part des moyens de paiement ne se contracte que d'un point. En flux, les moyens de paiement ne représentent en moyenne que moins de 10% du total, alors que les "autres dépôts bancaires" continuent d'y correspondre à 18%.

La part des obligations détenues en direct baisse, quant à elle, de près d'un point : elles étaient déjà à un niveau très modeste : dans les flux, les souscriptions nettes sont, en moyenne, quasiment inexistantes sur la période.

Enfin, conformément aux évolutions enregistrées ailleurs, la proportion des actions et des parts d'organismes de placements collectifs progresse de près de 3 points, ce qui est certes significatif, mais nettement plus modeste que les progressions enregistrées dans des pays comme l'Italie et l'Espagne. Encore, pour assurer cette progression, a-t-il fallu faire fond sur une tenue du marché particulièrement favorable, car les flux nets d'achats n'ont guère dépassé, en moyenne, 9% du total.

**Tableau 14**  
**Pays-Bas**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	6,2	6,2	5,7	5,6	5,3
2. Autres dépôts	17,2	16,2	15,0	14,6	13,5
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	2,0	1,7	1,2	1,3	1,2
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	20,1	21,1	23,4	22,1	22,9
5. Assurances et fonds de pension	54,4	54,9	54,7	56,3	57,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	708,4	792,6	897,9	985,6	1126,9

**Tableau 15**  
**Pays-Bas**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	9,8	12,5	5,9	8,3	8,8	9,1
2. Autres dépôts	16,8	16,6	15,9	23,0	15,4	18,0
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	- 0,3	-0,6	0,2	3,1	0,2	0,5
4. Actions des sociétés	- 0,1	7,9	19,4	-2,2	20,4	9,1
5. Assurances et fonds de pension	73,7	63,7	58,7	65,4	55,1	63,3
Total	100,0	100,0	100,0	97,6	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	31,0	36,6	41,4	42,6	47,0	

### **2.2.6. ROYAUME-UNI**

Au cours de la période, la composition du patrimoine financier des Britanniques ne connaît pas de bouleversements : l'influence des flux nouveaux de placements financiers qui pourrait aboutir à un changement notable de la composition des encours est souvent contrebalancée par des évolutions de « prix » des différents actifs :

- ◆ ainsi, les Britanniques sont fortement vendeurs nets d'actions, mais l'évolution des marchés boursiers compense cette faiblesse : au total, la part des actions dans le patrimoine augmente légèrement ;
- ◆ les flux nouveaux de moyens de paiement sont très importants, mais ils ne bénéficient d'aucune réévaluation : leur part dans le patrimoine sur la période n'augmente que légèrement ;
- ◆ les versements sur les contrats d'assurance-vie et les fonds de pension sont encore plus importants, mais ces placements ne bénéficient que partiellement des réévaluations : au total, leur part dans le patrimoine augmente sur la période, mais de façon très modérée.



**Tableau 16**  
**Royaume-Uni**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	8,2	8,2	9,3	9,3	9,5
2. Autres dépôts	16,9	16,3	13,0	12,8	11,7
3. Obligations, emprunts publics	0,8	0,8	0,8	1,0	1,1
4. Autres titres de taux	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	16,3	16,7	18,0	16,5	18,2
6. Mutual funds	3,9	4,1	4,2	3,9	5,2
7. Assurances et Fonds de pension	52,9	53,1	54,1	55,7	53,5
Total	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	4 153 742

**Tableau 17**  
**Royaume-Uni**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	25,2	20,6	56,7	30,4	131,3	52,8
2. Autres dépôts	29,0	30,3	0,2	30,7	-34,4	11,2
3. Obligations, emprunts publics	6,7	-4,4	-3,9	-3,5	-6,4	-2,3
4. Autres titres de taux	-0,6	-1,8	1,5	1,7	1,4	0,4
5. Actions des sociétés (cotées et non cotées)	-18,0	-20,9	-10,7	-46,6	-162,2	-51,7
6. Mutual funds	1,9	7,6	7,5	16,1	28,8	12,4
7. Assurances et Fonds de pension	56,0	68,6	48,8	71,2	141,4	77,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	81 812.7	89 028.5	96 777.9	76 276.1	48 676.8	



## **2.3. EVOLUTION DE LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER EN EUROPE**

### ***2.3.1. La pondération pour parvenir à un patrimoine européen***

Pour parvenir à un patrimoine financier représentatif des six pays européens, on est d'abord revenu à une nomenclature en cinq postes qui est la seule qui pouvait convenir à une synthèse sur ces différents pays. On a ensuite sommé chacun des postes pour les six pays considérés afin d'aboutir, en encours à un patrimoine financier "européen" et, en flux, à un flux européen de placements financiers. La composition de ce patrimoine et de ce flux est présenté, ci-après, en % pour chacune des cinq années de la période étudiée. Une autre façon d'aboutir au même résultat est de pondérer les vecteurs annuels de % de chacun des pays par l'importance relative de son patrimoine financier ou de son flux de placement financier, respectivement dans le patrimoine financier "européen" ou dans le flux "européen" de placements financiers pour l'année considérée.

Une telle approche nous paraît acceptable puisqu'en sommant les patrimoines des résidents dans l'un des pays de l'échantillon, on exclut bien, comme il se doit, le patrimoine des ménages qui ne sont pas résidents dans aucun pays de l'échantillon<sup>3</sup>.

### ***2.3.2. Les principaux enseignements de l'évolution européenne de la composition du patrimoine financier des ménages en Europe***

Trois évolutions nettes apparaissent dans la composition du patrimoine financier des Européens :

- ◆ le net recul des dépôts bancaires (dépôts à terme, dépôts d'épargne) : plus de 8 points de baisse en quatre ans ;
- ◆ le recul relatif plus fort encore des obligations et emprunts publics : leur part chute des 2/5 entre 1996 et 1999, années de préparation à l'euro et de diminution des déficits publics ;

---

<sup>3</sup> En revanche, la composition du patrimoine des ménages peut être quelque peu biaisée par cette opération, du fait que les biens immobiliers détenus par des non résidents sont supposés détenus par l'intermédiaire d'une société dont les parts viennent gonfler le patrimoine financier des ménages dans leur pays de résidence.

- ◆ l'augmentation de plus de 13 points de pourcentage de la part des actions et des titres d'organismes de placements collectifs, évolution qui résulte de la conjonction de fortes valorisations sur les actions détenues en direct et d'importants achats de parts d'organismes de placements collectifs.

**Tableau 18**  
**Europe**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	11,5	11,0	10,8	10,3	10,2
2. Autres dépôts	26,1	24,5	21,6	19,9	17,7
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	10,4	10,4	9,1	7,9	6,3
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et Mutual Funds	22,9	24,6	27,7	31,0	36,1
5. Assurances et fonds de pension	29,2	29,5	30,8	30,9	29,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	9 326 039,3	10 220 861,9	11 517 759,5	12 621 502,4	14 266 409,5

On remarquera en revanche l'érosion de la part des moyens de paiement, érosion qui n'est que très légère. Quant à la part des créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension, elle n'est qu'en faible augmentation car, dans des pays comme le Royaume-Uni ou les Pays-Bas, elle est déjà fort élevée et ne peut plus guère s'accroître.

**Tableau 19**  
**Europe**  
**Répartition du flux de placements financiers des ménages**

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	9,7	14,0	23,5	22,6	33,7	20,7
2. Autres dépôts	37,5	25,3	0,0	5,8	-4,3	12,9
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	15,9	-6,7	-15,7	-41,9	-12,2	-12,1
4. Actions des sociétés et Mutual funds	-5,1	9,3	32,6	55,2	24,6	23,4
5. Assurances et fonds de pension	42,0	58,0	59,7	58,3	58,1	55,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Total (en millions d'euros)	424 886,0	376 591,1	381 855,4	376 831,5	430 166,0	



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

### **3. COMPARAISON DE LA COMPOSITION DES PATRIMOINES FINANCIERS ET DES FLUX FINANCIERS DES MENAGES EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS DE 1995 A 1999**

---

#### **3.1. LA NOMENCLATURE UTILISEE POUR LA COMPARAISON**

Pour rapprocher la structure des patrimoines dans les deux espaces géographiques, il faut évidemment trouver un dénominateur commun. S'agissant des Etats-Unis, cela veut dire que l'on sera très loin de la nomenclature en 12 postes précédemment utilisées. Pour les six pays européens, on a utilisé une nomenclature qui, suivant les pays, va de 5 à 7 postes : pour pouvoir travailler sur l'ensemble des cinq pays, nous serons donc obligés, pour l'Europe, de nous contenter d'une nomenclature en 5 postes. Pour permettre la comparaison entre les deux espaces géographiques, la nomenclature des Etats-Unis a été, elle aussi, contractée en 5 postes : les cautions et nantissements, qui doivent porter le plus souvent sur des titres, ont été regroupés avec le poste "actions et parts de mutual funds" ; quant aux actifs divers, on a supposé que la moitié correspondait à des créances échues des ménages sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension.

Finalement, la nomenclature utilisée pour la comparaison Europe-Etats-Unis, qu'il s'agisse des flux de placements ou des patrimoines financiers eux-mêmes est la suivante :

1. Moyens de paiements (espèces et comptes de chèques)
2. Autres dépôts bancaires et assimilés (dépôts dans les caisses d'épargne, les organismes postaux, établissements spécialisés dans le crédit etc.)
3. Obligations et emprunts : ce poste regroupe tous les titres de taux, y compris les titres émis sur le marché monétaire ; il n'est pas possible pour tous les pays de faire la distinction entre les émetteurs publics et privés



4. Actions et parts de mutual funds : cette rubrique regroupe toutes les sortes d'actions, mais est principalement composée d'actions cotées ; les sociétés de placements monétaires sont regroupées avec les mutual funds ; aux Etats-Unis , ce poste regroupe également les bank trusts et estates et la rubrique cautions et nantissements
  
5. Créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension : il s'agit des créances échues ou des contrats en cours sur les sociétés d'assurance-vie ou les sociétés d'assurance-dommages ; les créances sur les fonds de pension correspondent au deuxième "pilier" de la protection vieillesse, qu'il s'agisse de fonds à prestations définies ou à cotisations définies.

### **3.2. LES PRINCIPAUX ENSEIGNEMENTS DE L'OBSERVATION DANS LA NOMENCLATURE EN CINQ POSTES SUR LES CINQ ANNEES DE LA PERIODE**

Dans les tableaux ci-après, on a comparé, pour les structures 1995 et 1999 des flux de placements et des patrimoines financiers en Europe et aux Etats-Unis.

En 1995, seule la rubrique "Obligations et emprunts" pèse d'un poids similaire dans les patrimoines financiers en Europe et aux Etats-Unis : un peu plus du dixième des patrimoines financiers. Toutes les autres rubriques font ressortir des différences plus ou moins importantes et, dans certains cas, très importantes.

Ainsi en est-il des "moyens de paiements" des "autres dépôts bancaires", dont la part est beaucoup plus faible aux Etats-Unis qu'en Europe. S'agissant des moyens de paiement, la faiblesse de leur poids aux Etats-Unis tient pour partie à l'importance du patrimoine financier par ménage aux Etats-Unis (plus du double de ce qu'il est en Europe), mais pour partie seulement : il faudrait étudier l'importance relative des billets dans l'ensemble du poste et probablement aussi la réglementation qui fixe la frontière entre les dépôts sur comptes de chèques et les "autres dépôts".

En ce qui a trait à ce dernier poste, la différence entre les deux espaces en 1995 est moins surprenante : à cette date, dans plusieurs grands pays européens (l'Allemagne, l'Espagne, la France), l'intermédiation bancaire, pour des raisons d'ailleurs diverses, restait très importante dans le patrimoine financier des ménages.

En matière d'actions et de Mutual funds (mais en 1995 surtout en matière d'actions), le retard de l'Europe par rapport aux Etats-Unis est net (13 points de moins).

**Tableau 20**  
**Europe – Etats-Unis 1995**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en %)**

	Europe 6	Etats-Unis*
1. Moyens de paiement	11,5	3,4
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	26,1	13,1
3. Obligations et emprunts	10,4	11,5
4. Actions et Mutual Funds	22,9	35,7
5. Assurances et fonds de pension	29,2	36,3
Total	100,0	100,0

\* Les cautions et nantissements ont été reclassés avec les OPCVM et la moitié des "actifs divers" ont été reclassés avec les créances d'assurance.

Il est moindre en ce qui concerne les créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension. Si les créances des ménages américains sur les fonds de pension sont importantes (31% du patrimoine financier à cette date), leurs créances sur les sociétés d'assurance-vie sont modestes (3% seulement du patrimoine financier) ; en Europe, on sait que c'est plutôt l'inverse (sauf évidemment pour les Pays-Bas et le Royaume-Uni où les créances sur les fonds de pension sont importantes) : depuis le milieu ou la fin des années 1980, l'assurance-vie s'est vigoureusement développée dans plusieurs pays européens, de sorte que fin 1995, les créances des ménages sur les sociétés d'assurance représentent plus du cinquième du patrimoine financier dans des pays comme la France et l'Allemagne.

Fin 1999, la composition du patrimoine financier dans les deux espaces économiques a nettement changé par rapport à 1995, mais la situation relative des deux espaces l'un par rapport à l'autre ne s'est pas tellement modifiée.

S'agissant de l'assurance et des fonds de pension, les parts dans les deux espaces sont grosso modo restées les mêmes, mais l'écart s'est cependant réduit (plus de 7 points d'avance au bénéfice des Etats-Unis fin 1995, un peu plus de 5 points seulement fin 1999).

En ce qui a trait aux moyens de paiements, leur part s'est tassée dans les deux espaces, mais, en valeur relative, sensiblement plus aux Etats-Unis qu'en Europe. Le reflux des "autres dépôts bancaires" est important ici et là, mais, fin 1999, leur part en Europe est encore de 8 points supérieure à ce qu'elle est aux Etats-Unis.

**Tableau 21**  
**Europe – Etats-Unis 1999**  
**Composition du patrimoine financier des ménages**  
**(en %)**

	Europe 6	Etats-Unis*
1. Moyens de paiement	10,2	1,7
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	17,6	9,9
3. Obligations et emprunts	6,4	8,1
4. Actions et Mutual Funds	36,1	45,2
5. Assurances et fonds de pension	29,7	35,1
Total	100,0	100,0

\* Les cautions et nantissements ont été reclassés avec les OPCVM et la moitié des actifs divers ont été reclassés avec les créances d'assurance.

Les obligations et emprunts ont reculé dans les deux espaces (rééquilibrage des budgets publiques), mais beaucoup moins aux Etats-Unis qu'en Europe : le budget fédéral a certes été mis en suréquilibrage, mais des émissions d'entreprises ont, au moins en partie, remplacé les emprunts publics.

Enfin la part des actions et Mutual Funds a augmenté dans les deux espaces, mais plus en Europe qu'aux Etats-Unis (plus de 13 points contre 9,5 points) : c'est que le niveau de ce poste aux Etats-Unis était déjà fort important en 1995. A cet égard, l'écart entre les deux espaces géographiques reste très considérable.



L'examen des comptes de flux permet d'éclairer un peu mieux le passage de la composition 1995 à la composition 1999.

**Tableau 22**  
**Europe – Etats-Unis 1995**  
**Composition des flux de placements financiers des ménages**  
**(en %)**

	Europe 6	Etats-Unis
1. Moyens de paiement	9,7	- 12,5
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	37,4	37,8
3. Obligations et emprunts	15,9	11,8
4. Actions et Mutual Funds	- 5,1	8,2
5. Assurances et fonds de pension	42,0	54,7
Total	100,0	100,0

En 1995, les ménages américains étaient déjà engagés dans la voie de la réduction de la part des moyens de paiement : cette attitude subsistera pratiquement tout au long de la période et en 1999, elle sera encore très perceptible.

Les flux "d'autres dépôts bancaires" ont, à peu près, la même importance dans les deux espaces européens et américains en 1995 (autour de 38%). En Europe, ces placements perdront de leur importance dans les flux nouveaux de placements, ce qui amènera le recul de leur part dans les encours ; aux Etats-Unis, leur part dans les placements continuera d'être significative : son tassement dans le patrimoine financier provient du fait que ce patrimoine financier a crû très vite en raison de plus-values en capital dont les "autres dépôts bancaires" ne profitent évidemment pas.

Les obligations et emprunts occupent encore en Europe une place non négligeable dans les flux de placements en 1995, mais cette part régresse ensuite et devient même négative en 1998 et 1999, d'où le reflux important de leur poids dans le patrimoine financier. Aux Etats-Unis, la part des obligations et emprunts dans les flux de placement reste positive tout au long de la période avec, on l'a dit, de forts dégagements du côté des emprunts publiques, mais d'importantes souscriptions d'obligations d'entreprise. Leur poids dans le patrimoine financier régresse cependant car cette rubrique n'a que peu profité des plus-values en capital.

**Tableau 23**  
**Europe – Etats-Unis 1999**  
**Composition des flux de placements financiers des ménages**  
**(en %)**

	Europe 6	Etats-Unis
1. Moyens de paiement	33,3	- 8,5
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	- 4,3	24,3
3. Obligations et emprunts	- 12,2	40,0
4. Actions et Mutual Funds	24,6	- 3,9
5. Assurances et fonds de pension	58,1	48,1
Total	100,0	100,0

Les actions et parts de sociétés de placements collectifs ont encore, en 1995, une contribution négative aux flux financiers des ménages en Europe : les années suivantes, ces flux nets deviendront positifs et même très importants en 1997, 1998 et 1999. Au cours des deux dernières années, le schéma européen s'est rapproché du "modèle" américain : flux de placements négatifs sur les actions détenues en direct et flux de placements positifs sur les mutual funds, mais les "sorties" sur les actions détenues en direct sont bien moins importantes en Europe (exception faite du Royaume-Uni) qu'aux Etats-Unis et, dans ce dernier espace, malgré le poids considérable des placements en mutual funds (y compris monétaires), si la part dans l'encours des actions et titres de mutual funds a sensiblement crû entre 1995 et 1999, c'est, pour beaucoup, en raison d'une tenue exceptionnelle du marché boursier.

Enfin, s'agissant des créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension, leur part dans les flux, en 1995, est plus importante aux Etats-Unis qu'en Europe (55% contre 43%) ; en 1999, c'est la situation inverse qui prévaut (48% contre 57%). Cette inversion peut n'être que provisoire car la collecte sur les fonds de pension (y compris les plans 401k) semble rester très vigoureuse aux Etats-Unis ; mais, sur la période 1995-1999, elle explique que l'écart entre les poids relatifs des encours se soit ici quelque peu réduit.



## CONCLUSION DE LA SECTION

Au total, sur l'ensemble de la période, les comportements financiers des ménages en Europe et aux Etats-Unis présentent certaines similitudes, mais font aussi ressortir des spécificités de l'un ou de l'autre de ces deux espaces géographiques :

- ◆ s'agissant de l'assurance-vie et des fonds de pension, globalement, dans les flux nouveaux de placements financiers, ils occupent la même place de ce côté-ci et de l'autre côté de l'Atlantique ; mais les fonds de pension et produits d'épargne-retraite pèsent évidemment plus lourd là-bas qu'ici (malgré le Royaume-Uni et les Pays-Bas) ;
- ◆ dans les deux espaces géographiques, les dépôts bancaires (y compris les moyens de paiement) ont occupé une place comparable dans les flux nouveaux des ménages (un peu au-dessous du tiers), mais avec aux Etats-Unis un recul régulier de la part des moyens de paiement, alors que cette part se maintenait en France ;
- ◆ des deux côtés de l'Atlantique, les ménages ont été vendeurs nets d'actions détenues en direct et acheteurs nets de titres d'organismes de placements collectifs ; mais les ventes nettes d'actions ont été plus fortes aux Etats-Unis qu'en Europe ; il est vrai que là-bas la détention indirecte d'actions a beaucoup progressé, notamment par l'intermédiaire des fonds de pension et plans d'épargne-retraite (les « 401k » par exemple) ;
- ◆ s'agissant des obligations et emprunts, les épargnants européens ont été fortement vendeurs nets de titres publics (rééquilibrage des budgets) dont le relais n'a pas été pris par des émissions privées ; aux Etats-Unis, au contraire, d'importants achats d'obligations d'entreprises ont eu lieu.

**Tableau 23bis**  
**Europe – Etats-Unis 1999**  
**Composition des flux de placements financiers des ménages**  
**(en %)**

	Europe 6	Etats-Unis
Moyens de paiement	20,7	- 6,8
Autres dépôts bancaires et assimilés	12,9	39,4
Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	-12,1	20,2
Actions des sociétés		-66,7
Parts de Mutual Funds et OPCVM (y compris monétaires)	} 23,4	60,8
Assurance-vie		11,6
Fonds de pension	} 55,2	41,5
Total	100,0	100,0

\* hors cautions et nantissemments et « actifs divers »



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

#### **4. LES "SUPPORTS FINAUX" DU PATRIMOINE FINANCIER DES MENAGES EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS (1995-1999)**

---

Dans tout ce qui précède, on a suivi d'assez près les tableaux d'opérations financières publiés par les banques centrales. Il s'agit ici d'un exercice qui se situe nettement en aval puisqu'on a pour objectif de déterminer les différents supports finaux des patrimoines financiers des ménages sur la période 1995-1999 : actions, dettes privées, dettes publiques etc.

##### **4.1. PRESENTATION DE LA METHODE**

S'agissant des pays européens, l'exercice a été réalisé pour 9 pays pour le compte de l'OEE<sup>4</sup>. La méthode utilisée est assez exigeante puisqu'elle demande de connaître la structure des placements des intermédiaires qui, eux-mêmes, sont au moins en partie intermédiés etc. On a donc affaire à un mode de calcul matriciel, la construction de la matrice étant évidemment grand consommatrice d'informations. Sur le détail de la méthode, on peut se référer au rapport remis à l'OEE. S'agissant de l'Europe, les résultats pour les 9 pays étudiés ont été pondérés par les poids respectifs des patrimoines financiers dans ces différents pays pour aboutir à une composition "européenne" des "supports finaux".

C'est la même méthode qui a été utilisée pour les Etats-Unis grâce aux informations contenues dans les Flow of funds accounts du Federal Reserve Board<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Michel Boutillier et alii, *Le support final de l'épargne des ménages européens*, Etude menée pour le compte de l'OEE, mars 2001. Les neuf pays considérés sont l'Allemagne, l'Autriche, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

<sup>4</sup> C'est également Michel Boutillier et son équipe qui ont, pour le compte du CGP, mené cette recherche en appliquant exactement la même méthode que dans le cas des pays européens (étude réalisée en mai-juin 2001).



Les tableaux sont fournis ci-dessous pour 1995 et 1999 dans trois présentations différentes :

- les deux premiers tableaux sont relatifs à la situation de départ dans les deux espaces économiques en 1995 et 1999 :
  - un premier tableau détaille l'épargne intermédiée (intermédiaires financiers monétaires, intermédiaires financiers non monétaires – sociétés de placements collectifs – sociétés d'assurance et fonds de pension) ;
  - un deuxième tableau donne le détail de l'épargne non intermédiée (dette publique, dette privée, actions cotées des sociétés non financières nationales et "Reste du monde") ; on remarquera que les actions non cotées ne sont, dans la mesure du possible, pas prises en compte, que les actions étrangères apparaissent dans les créances sur le reste du monde, que les actions sur les sociétés financières – banques et assurances – sont considérées comme de l'épargne intermédiée, que, pour les pays européens, le "Reste du monde" n'est pas ce qui est en dehors de l'ensemble des 9 pays considérés, mais ce qui est "extérieur" à chaque pays pris individuellement ;
  - un troisième tableau fournit un résultat d'étape : il s'agit du support final de l'épargne des ménages, en ne considérant pas comme transparentes les institutions bancaires (certains jugent en effet un peu artificielle l'hypothèse que les emplois des banques sont les mêmes quels que soient les déposants – particuliers, entreprises etc.) ;
  - enfin, un quatrième et dernier tableau fait tout de même cette hypothèse un peu "forte" et ventile les dépôts bancaires des ménages en leurs différents emplois finaux.

#### 4.2. LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DES "SUPPORTS FINAUX" EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS

Entre 1995 et 1999, le taux d'intermédiation du patrimoine<sup>2</sup> financier des ménages a quelque peu baissé aux États-Unis : cette baisse provient presque exclusivement de celle de l'intermédiation bancaire ; celle des IFNM a, au contraire, augmenté et celle des sociétés d'assurance et des fonds de pension ne s'est que légèrement tassée. Dans le cas de l'Europe, le taux global d'intermédiation s'est maintenu à son niveau élevé, mais les parts des différents types d'intermédiation se sont modifiées : l'intermédiation bancaire a perdu près de 7 points, cependant que les OPCVM en gagnaient 4 et les assurances, près de 3.

En fin de période, les patrimoines des Européens, restent encore nettement plus "intermédiés" que ceux des Américains (+ 11 points), la différence étant principalement due à l'intermédiation bancaire.

**Tableau 24**  
**Evolution des différents types d'actifs financiers des ménages intermédiés en Europe et aux États-Unis (en % du patrimoine financier)**

	1995		1999	
	Europe 9	Etats-Unis	Europe 9	Etats-Unis
Intermédiaires financiers monétaires	38,2	23,8	31,5	20,4
Intermédiaires financiers non monétaires (organismes de placements collectifs )	6,7	11,2	10,9	13,9
Sociétés d'assurance et fonds de pension	33,0	33,5	35,6	32,6
Total de l'épargne intermédiée	77,9	68,5	78,0	66,9

Source : Michel Boutillier et alii, op. Cit

**Tableau 25**  
**Evolution des différents types d'actifs financiers des ménages non intermédiés**  
**en Europe et aux Etats-Unis**  
**(en % du patrimoine financier)**

	1995		1999	
	Europe	Etats-Unis	Europe	Etats-Unis
Dette publique	7,7	9,1	4,6	5,5
Dette privée	2,8	3,7	2,3	3,0
Actions cotées des sociétés non financières nationales	5,3	16,3	8,5	21,3
Reste du monde	6,2	2,4	6,6	3,3
Total	22,1	31,5	22,0	33,1

Source : Michel Boutillier et alii, op. Cit

Entre 1995 et 1999, aux Etats-Unis, on assiste à des mouvements en sens inverse au sein de l'épargne non intermédiée : forte augmentation de la part des actions (+5 points), mais baisse de 4 points de la part de la dette surtout publique, mais aussi privée. Parallèlement, l'ouverture sur le reste du monde, quoique en progression, reste modeste. Pour l'Europe, la part des actions progresse de 3 points, mais reste à un niveau beaucoup plus modeste qu'aux Etats-Unis ; symétriquement, la dette publique se contracte, mais plutôt moins vite qu'aux Etats-Unis.

En fin de période, la détention directe d'actions par les ménages est encore plus de deux fois importante aux Etats-Unis qu'en Europe ; quant à la place du reste du monde en placements directs, elle est plus deux fois plus importante en Europe qu'aux Etats-Unis, mais cela tient pour beaucoup à la définition de "l'extérieur" dans l'échantillon de pays européens (voir ci-dessus).

Dans le cas où les dépôts bancaires ne sont pas réaffectés , mais où on réaffecte les autres intermédiations (tableau 26), la part de l'intermédiation bancaire s'accroît de la part des autres intermédiaires, mais, grosso modo, les évolutions restent comparables à celles qui ont été précédemment mises en évidence : nette décroissance de l'intermédiation bancaire globale entre 1995 et 1999, un peu plus d'ailleurs en Europe qu'aux Etats-Unis. La contraction de la dette publique reste spécialement forte aux Etats-Unis, comme est forte dans ce pays la progression des actions (+11 points). Dans sa progression aux Etats-Unis, l'ouverture sur le "reste du monde" demeure modérée.



**Tableau 26**  
**Supports finaux du patrimoine financier des ménages**  
**en Europe et aux Etats-Unis**  
**dans le cas où les dépôts bancaires ne sont pas réaffectés**  
**(en % du patrimoine financier)**

	1995		1999	
	Europe 9	Etats-Unis	Europe 9	Etats-Unis
Dettes publiques	16,1	15,7	12,1	9,5
Dettes privées	7,8	11,6	6,6	9,0
Actions cotées des sociétés non financières nationales	13,7	30,7	19,9	42,2
Reste du monde	15,1	5,5	20,0	7,2
Institutions financières monétaires	47,3	36,5	41,5	32,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Michel Boutillier et alii, op. Cit

Le dernier tableau fournit les supports finaux des patrimoines financiers des ménages en réaffectant les dépôts auprès des institutions financières monétaires (banques et organismes assimilés).

**Tableau 27**  
**Supports finaux des actifs financiers des ménages en Europe et aux Etats-Unis**  
**dans le cas où les dépôts bancaires sont réaffectés**  
**(en % du patrimoine financier)**

	1995		1999	
	Europe 9	Etats-Unis	Europe 9	Etats-Unis
Dettes publiques	25,1	20,4	18,3	12,7
Dettes privées	34,0	41,8	28,4	36,0
Actions cotées des sociétés non financières nationales	14,2	31,1	21,1	42,8
Reste du monde	26,8	6,7	32,1	8,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Michel Boutillier et alii, op. Cit



Dans cette dernière hypothèse d'IFM "transparents", ce qui est surtout changé aux Etats-Unis est le niveau de la dette publique et surtout privée, niveau qui est considérablement accru : son évolution est cependant toujours à la baisse entre 1995 et 1999, mais, à cette dernière date, le financement de la dette représente encore près de 49% du patrimoine financier des Américains (contre plus de 62% en 1995).

S'agissant de l'Europe, on est, en 1995, à près de 60% du patrimoine engagé dans le financement de la dette et on est encore à 48% en 1999 : les chiffres sont donc ici globalement très proches de ceux des Etats-Unis : mais, en 1999, les parts respectives de la dette publique et de la dette privée sont encore plus différentes qu'en 1995 : part encore forte de la dette publique en Europe, part encore très forte de la dette privée aux Etats-Unis.

En ce qui concerne les actions, leur part comme support final est, en 1999, deux fois plus importante aux Etats-Unis qu'en Europe : en 1995, on était à plus du double, l'écart ne s'est donc que faiblement réduit.

L'ouverture sur l'extérieur a progressé dans les deux zones au cours de la période étudiée : rappelons qu'ici la comparaison en niveau est faussée par la définition retenue pour "l'extérieur" dans le cas des pays européens.

S'agissant tout de même de la nature de ces créances sur le "reste du monde", on observe qu'aux Etats-Unis, en 1999, elles étaient constituées pour plus de 70% d'actions étrangères et seulement pour 13% d'obligations étrangères (près de 16% tout de même avec les titres de taux à court terme). Dans les pays européens, la situation à cet égard est fort variable d'un pays à l'autre. Au Royaume-Uni, par exemple, la part des "dépôts" à l'étranger représente plus du tiers du total et cette part atteint même 42% en Espagne. Quand on analyse ce poste plus précisément, on observe qu'il s'agit minoritairement de dépôts transférables et, très majoritairement, de refinancements entre institutions financières (F295) ou de comptes de correspondants financiers (F296).

En Italie, les obligations et emprunts étrangers s'élèvent à près de 30% (près de 32% avec les titres de taux à court terme) et, aux Pays-Bas, à plus de 26% (28% avec les titres de taux à court terme). Il reste toutefois que les actions étrangères sont majoritaires en Italie, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en Allemagne et en Suède.

**Tableau 28**  
**Nature des créances des ménages sur le "reste du monde" en 1999**  
**(en % de l'ensemble de ces créances)**

	Etats-Unis	Allemagne	Espagne	France	Italie	Pays-Bas	Royaume-Uni
Dépôts	2,9	25,6	42,0	15,3	8,1	10,4	34,6
Titres de taux	15,7	21,6	31,9	31,8	31,5	28,3	17,5
Actions	72,8	28,8	18,3	15,6	48,1	42,0	38,2
Autres créances	8,6	24,0	7,8	37,3	12,3	19,3	9,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Part dans le total des supports (en %)	8,5	29,8	24,6	24,6	32,1	38,1	38,5

Source : Calcul effectué par l'équipe CREP du Groupe CSA TMO à partir des résultats fournis par Michel Boutillier

Le poste "autres créances à recevoir" correspond au F7 qui contient notamment le F71 (crédits commerciaux et avances) et le F79 (décalages comptables). Il resterait à expliquer pourquoi cette rubrique F7 paraît si importante dans des pays comme la France, l'Allemagne et même les Pays-Bas.