



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

# **LA DESTINATION FINALE DE L'ÉPARGNE DES MENAGES EUROPEENS**

**Etude menée par LE MODEM ET LE GEAPE pour le compte  
de l'Observatoire de l'Épargne Européenne**

**M. BOUTILLIER  
A. LABYE  
C. LAGOUTTE  
N. LEVY  
A. MPACKO PRISO  
V. OHEIX  
S. JUSTEAU  
B. SEJOURNE**

**janvier 2001**

# La destination finale de l'épargne des ménages européens

*Final destination of European households savings*

Note finale du contrat du MODEM  
(UMR 7545 CNRS - Université Paris X-Nanterre)  
et du GEAPE (Université d'Angers)<sup>1</sup>  
avec l'Observatoire de l'Épargne Européenne

L'objet du contrat est d'évaluer les destinations finales de l'épargne des ménages de l'Union Européenne après avoir rendu transparents les différents circuits d'intermédiation, des plus anciens (banques) à ceux dont la création est plus récente (OPCVM, fonds de pension) ou qui ont connu récemment une nouvelle ampleur (assurance-vie).

## *Caractéristiques de l'échantillon*

L'étude porte sur un échantillon de neuf pays de l'Union Européenne qui ont effectué le passage à la base SEC 95 et qui nous ont fourni leurs informations dans cette nouvelle base sous la forme suivante :

Tableau 1 : Fourniture des comptes financiers

---

Allemagne	saisie manuelle d'un document obtenu par courrier postal de la Banque fédérale allemande (pour les encours) et d'un document Acrobat Reader (téléchargé à partir du site Internet, pour les flux)
Autriche	saisie manuelle d'un fichier Acrobat Reader (téléchargé à partir du site de la Banque d'Autriche)
Espagne	saisie manuelle d'un fichier Acrobat Reader (téléchargé à partir du site de la Banque d'Espagne)
Finlande	fichier Excel attaché à un courrier électronique de la Banque de Finlande
France	fichier ASCII téléchargé à partir du site de la Banque de France
Italie	fichier ASCII composé à partir du Cd-Rom diffusé par la Banque d'Italie
Pays-Bas	fichier Excel attaché à un courrier électronique du CBS (bureau central des statistiques néerlandaises)
Royaume-Uni	fichier Excel attaché à un courrier électronique de la Banque d'Angleterre
Suède	fichier ASCII téléchargé à partir du site de la Banque de Suède

---

<sup>1</sup> Ce contrat, placé sous la responsabilité de Michel Boutillier (professeur à l'Université de Paris X et membre du MODEM), fait intervenir Agnès Labye, Christine Lagoutte, Nathalie Lévy, Auguste Mpacko Priso et Valérie Oheix au titre du MODEM ainsi que Stéphane Justeau et Bruno Séjourné au titre du GEAPE.

Cette sélection de pays, quoique contrainte par la disponibilité des données, offre en définitive une bonne couverture de la zone de l'Union Européenne tant du point de vue de la taille que de la création de richesse. En effet, les neuf pays retenus représentent environ 90 % du PIB ou de la population de l'U.E. (tableau 2). Parmi eux et au regard de ces deux critères, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et dans une moindre dimension les Pays-Bas constituent les six premiers pays de l'U.E. (soit plus de 80 % du PIB et de la population). Notre étude inclut également trois autres pays de taille plus modeste la Suède, l'Autriche et la Finlande qui occupent respectivement le 8<sup>ème</sup>, 9<sup>ème</sup> et 11<sup>ème</sup> rang de l'U.E. du point de vue du PIB et le 10<sup>ème</sup>, 11<sup>ème</sup> et 13<sup>ème</sup> du point de vue de la population.

Tableau 2 : Représentativité de l'échantillon dans le PIB et la population de l'U.E. pour l'année 1998

	PIB			POPULATION			
	<i>en millions d'euros</i>	<i>en % du total de l'U.E</i>	<i>rang</i>	<i>en millions d'habitants</i>	<i>en % du total de l'U.E</i>	<i>rang</i>	
Allemagne	1921764	25,31%	1	Allemagne	82	21,76%	1
France	1297401	17,09%	2	France	60,4	16,03%	2
Royaume-Uni	1252776	16,50%	3	Royaume-Uni	58,6	15,55%	3
Italie	1058697	13,94%	4	Italie	57,6	15,29%	4
Espagne	520196	6,85%	5	Espagne	39,4	10,46%	5
Pays-Bas	349675	4,61%	6	Pays-Bas	15,8	4,19%	6
Suède	212003	2,79%	8	Suède	8,9	2,36%	10
Autriche	188453	2,48%	9	Autriche	8,1	2,15%	11
Finlande	114792	1,51%	11	Finlande	5,1	1,35%	13
<i>Part des 9 dans l'U.E</i>	<i>6915757</i>	<i>91,08 %</i>		<i>Part des 9 dans l'U.E</i>	<i>335,9</i>	<i>89,15 %</i>	
Belgique	223142	2,94%	7	Belgique	10,2	2,71%	9
Danemark	155789	2,05%	10	Danemark	5,3	1,41%	12
Grèce	108580	1,43%	12	Grèce	10,5	2,79%	8
Portugal	97637	1,29%	13	Portugal	10,8	2,87%	7
Irlande	75850	1,00%	14	Irlande	3,7	0,98%	14
Luxembourg	16389	0,22%	15	Luxembourg	0,4	0,11%	15
<i>Total de l'U.E</i>	<i>7593144</i>	<i>100 %</i>		<i>Total de l'U.E</i>	<i>376,8</i>	<i>100 %</i>	

Source : Eurostat, 2000

Pour des raisons d'indisponibilité de l'information, les six autres pays membres de l'U.E. n'ont pu être retenus dans cette étude. En Belgique, la nomenclature des TOF n'offre pas de ventilation entre le secteur des ménages et celui des entreprises non financières. Dans le cas du Danemark, de la Grèce, de l'Irlande, du Luxembourg et du Portugal, les TOF en base SEC 95 ne seront disponibles qu'au cours de l'année 2001, voire de l'année 2002.

Les pays retenus dans cette étude ont fait l'objet d'une analyse portant sur les encours et les flux de richesse financière des ménages entendue comme l'ensemble des actifs financiers détenus entre 1995 et 1999. Cependant, pour trois pays, certaines séries en encours - flux et/ou années n'étaient pas disponibles (tableau 3). Il s'agit de l'Autriche (encours 1995-99), de la Finlande (encours 1996-99 et flux 1997-99) et de la Suède (encours 1998-99 et flux 1996-99).

Tableau 3 : Caractéristiques des données de l'échantillon

	Période d'analyse	Données disponibles en	Types d'intermédiaires financiers		
			Intermédiaires financiers monétaires	Intermédiaires financiers non monétaires	Assurances et fonds de pension
Allemagne	1995-99	Encours / flux	x	x	x
Autriche	1995-99	Encours	1 seul intermédiaire: les sociétés financières		
Espagne	1995-99	Encours / flux	x	x (IF non IFM indifférenciées)	
Finlande	1996-99	Encours	x	x	x
	1997-99	Flux			
France	1995-99	Encours / flux	x	x	x
Italie	1997-99	Encours / flux	x	x	x
Pays-Bas	1995-99	Encours / flux	x	x	x
Royaume-Uni	1995-99	Encours / flux	x	x	x
Suède	1998-99	Encours	x	x	x
	1996-97	Flux			

Le secteur financier des pays considérés se décompose en trois types d'intermédiaires : les institutions financières monétaires – IFM - (y compris les OPCVM monétaires selon la base SEC 95), les institutions financières non monétaires - IFNM - (OPCVM, auxiliaires financiers,...) et les sociétés d'assurances et fonds de pension (tableau 3). La prise en compte

réelle des OPCVM monétaires (*money market funds*) au sein du secteur financier divise notre échantillon de pays. En effet, seules l'Allemagne, l'Espagne, la Finlande et la France les intègrent dans les IFM. Cependant, cette différence de nomenclature ne pose pas de réels problèmes de cohérence car, dans l'échantillon, les OPVCM monétaires n'existent significativement qu'en France, en Espagne et en Autriche. Or ce dernier pays ne distingue qu'un seul secteur financier, celui des "sociétés financières". Précisons enfin que l'Espagne ne considère que deux types d'intermédiaires, d'une part les IFM et d'autre part les IFNM incluant les assurances et les fonds de pension.

Parmi les actifs financiers composant la richesse financière des ménages, nous avons retiré de l'analyse les actions non cotées des sociétés non financières afin d'éviter les biais dus aux fortes disparités dans la mesure de celles-ci. En effet, leur mode de prise en compte semble satisfaisant en France mais est généralement inexistant dans les autres pays et notamment au Royaume-Uni (cf. l'article d'André Babeau intitulé « *Valuation methods of non-listed equities in Europe* » et publié dans le n° 2 de la Lettre de l'OEE). Pour les pays où la distinction entre cotées et non cotées n'était pas disponible, c'est-à-dire en Allemagne, Autriche, Espagne, Italie et Pays-Bas, nous nous sommes appuyés sur la capitalisation boursière des actions domestiques cotées (source : FIBV) que nous avons retenue comme évaluation de l'encours total des actions cotées domestiques et que nous avons répartie entre les différentes catégories d'investisseurs au prorata de leur part dans la détention totale d'actions selon les comptes financiers nationaux.

### *La démarche analytique*

L'analyse des processus d'intermédiation financière se situe au cœur de cette étude portant sur l'affectation de l'épargne des ménages aux divers instruments de placement offerts par le marché. En effet, de la spécificité par pays des circuits d'intermédiation résulte le partage entre détention directe d'actifs financiers et épargne intermédiée et donc résulte la structure de détention de la richesse financière des ménages. Dans la mesure où nous mettons au premier rang la nature de la contrepartie (secteur domestique public, secteur domestique privé non financier, secteur non résident et secteur domestique privé financier) et seulement au second rang la distinction entre titres de dette et titres de propriété, nous avons sélectionné cinq grands types d'affectations vers lesquels s'oriente la richesse financière des ménages (tableau 5) :

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

Les quatre premières affectations témoignent de l'implication des ménages dans le processus de financement direct des agents non financiers résidents et du reste du monde. L'importance relative de la cinquième affectation dans la structure de l'épargne des ménages reflète le poids différencié de l'intermédiation au sein de chaque pays. Les deux dernières affectations sont envisagées de manière très large puisque nous n'avons pas distingué les titres de propriété (actions) émis par le reste du monde ou les intermédiaires de tous leurs autres engagements. L'annexe 2 éclaire ce dernier point en montrant la procédure suivie dans le cas britannique.

A cette première spécificité concernant le processus de financement s'ajoute la distinction entre les canaux d'intermédiation traditionnels et ceux de l'intermédiation de marché (OPCVM, assurances et fonds de pension). Le poids relatif des divers circuits d'intermédiation entre les pays est mis en évidence à partir de la part de marché des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages (tableau 4). Les contrastes qu'offrent les pays en matière de spécificité de financement permettent l'identification des formes de l'épargne. Ceci constitue la première étape de cette étude qui consiste donc à mettre en évidence l'affectation de la richesse financière des ménages (tableau 5).

Partant de cette première affectation de l'épargne, la seconde étape d'analyse consiste à identifier l'impact des intermédiaires non bancaires (OPCVM...) et celui des sociétés d'assurances et fonds de pension dans la réorientation de la structure des placements financiers des ménages en s'appuyant sur la structure des actifs (ou des emplois) de cette catégorie d'intermédiaires (tableau 6). A ce stade, les créances sur les IFM constituent les seuls actifs financiers intermédiés détenus par les ménages qui n'ont pas encore été réalloués.

Enfin, la troisième et dernière étape d'analyse est accomplie en rendant transparent le rôle des intermédiaires financiers monétaires. Il est alors possible d'identifier les destinations finales de l'épargne des ménages vers les emprunteurs ultimes (tableau 7). La réorientation de

la structure des placements financiers des ménages entre ces trois étapes successives de l'affectation de l'épargne témoigne de l'influence des divers circuits d'intermédiation dans le processus de financement propre à chaque pays.

Dans ce rapport, nous concentrons l'analyse sur les encours de richesse financière des ménages des neuf pays de notre échantillon en 1999. Une synthèse des informations couvrant l'ensemble de l'échantillon sur toute la période d'analyse en encours et en flux se trouve dans une première annexe. Dans une seconde annexe, figure une présentation rapide des choix concernant le Royaume-Uni et de la méthode utilisée pour rendre transparentes toutes les catégories d'intermédiaires financiers.

#### *Le poids différencié des circuits d'intermédiation financière*

Le premier élément distinctif concerne le poids de l'intermédiation dans l'épargne totale des ménages. Cette intermédiation est toujours nettement prépondérante, quoique dans une moindre mesure en Suède et surtout en Italie et en Finlande pour des raisons qui sont examinées plus loin avec l'analyse des placements directs.

Tableau 4 : Part des intermédiaires financiers dans la collecte de l'épargne des ménages en stocks en 1999 (en %)

	<i>Créances sur les intermédiaires financiers monétaires (IFM)</i>	<i>Créances sur les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM)</i>	<i>Créances sur les sociétés d'assurances et fonds de pension</i>	<i>Total (épargne intermédiée en % de l'épargne totale)</i>
Allemagne	42,33	9,38	28,49	80,20
Autriche	50 °	11 °	25 °	86,73
Espagne	49,55	15 °	12,25 °	76,79
Finlande	38,46	6,17	17,88	62,51
France	38,37	10,70	30,97	80,04
Italie	30,47	21,71	9,64	61,82
Pays-Bas	20,03	3,02	60,43	83,48
Royaume-Uni	24,25	1,88	57,53	83,66
Suède	22,93	17,05	28,32	68,30

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

La situation est beaucoup plus contrastée en ce qui concerne l'importance relative des différents circuits de collecte de l'épargne. L'importance prise par les IFM varie du simple au double tandis que celle prise par l'assurance-vie et les fonds de pension varie dans un rapport de un à six, un tel rapport n'ayant plus de sens pour les IFNM. Au-delà de l'exception française, l'Europe de l'épargne apparaît ainsi comme une somme d'exceptions !

Néanmoins, l'analyse peut repérer les pays marqués par la primauté des fonds de pension (Royaume-Uni et Pays-Bas), même si cette primauté s'instaure avec un appui significatif des sociétés d'assurance. A l'opposé, on retrouve les pays marqués par le poids des banques dans la collecte de l'épargne (Allemagne, Autriche, Espagne, Finlande, France). L'Italie pourrait faire partie de ceux-ci mais, d'une part il y a une importance historique des établissements de crédit non-monétaires et, d'autre part, le développement récent des OPCVM y apparaît foudroyant (doublement de 1997 à 1999). Ce développement récent des IFNM (et surtout des OPCVM "long terme") concerne aussi l'Allemagne, la Suède, mais aussi l'Espagne. Pour la France, où l'industrie de la gestion collective est relativement plus ancienne, l'importance de celle-ci est finalement moyenne, quoique honorable ; toutefois celle-ci apparaîtrait plus significative si on incluait les OPCVM monétaires parmi les IFNM (dont la part serait alors de 12,73%, au détriment des IFM qui chuteraient à 36,34%).

### *Structure de la richesse financière des ménages*

Malgré la chute brutale des titres publics dans le portefeuille financier des ménages entre 1997 et 1999, la faiblesse de l'intermédiation prise dans son ensemble est due en Italie à l'importance de la détention directe de ces titres. Dans le contexte européen, les structures italiennes reflètent l'exigence impérieuse du financement du Trésor et l'archaïsme des structures financières. La détention d'actions de sociétés industrielles ou commerciales contribue également à expliquer la faiblesse de l'intermédiation. Cependant, le poids non négligeable de la détention de ces actions est essentiellement dû au niveau exceptionnellement élevé de capitalisation boursière atteint en 1998 et 1999. Celui-ci s'explique par la chute des taux d'intérêt réels qui a conduit à l'appréciation des cours. Si bien que plus encore qu'en France ou en Allemagne, le marché italien des actions reste de dimension très modeste, indiquant plutôt une carence structurelle de l'offre de titres représentatifs de la propriété de l'entreprise, compensée en partie par l'attrait des marchés internationaux. En conséquence, les



avoirs étrangers (dont une moitié d'actions et un tiers d'obligations) sont également très présents dans la structure de l'épargne des ménages italiens.

Tableau 5 : Affectation de l'épargne des ménages en stocks en 1999 (en %)

	<i>Financement de la dette publique</i>	<i>Financement de la dette privée</i>	<i>Actions cotées des sociétés non financières</i>	<i>Créances sur le Reste du Monde</i>	<i>Epargne intermédiée</i>	<i>Total</i>
Allemagne	3,17	0,61	5,27	10,75	80,20	100,00
Autriche	2,73	0,37	0,66	9,51	86,73	100,00
Espagne	1,02	3,41	14,79	3,98	76,79	100,00
Finlande	1,85	1,11	33,85	0,68	62,51	100,00
France	3,70	3,82	7,64	4,80	80,04	100,00
Italie	13,22	3,14	11,60	10,22	61,82	100,00
Pays-Bas	0,88	2,67	6,88	6,10	83,48	100,00
Royaume-Uni	3,83	2,31	7,69	2,52	83,66	100,00
Suède	2,24	0,42	22,03	7,01	68,3	100,00

Dans les pays nordiques de notre échantillon, ce sont plus exclusivement les actions des entreprises non-financières qui expliquent la part significative des avoirs détenus directement par les ménages, en n'oubliant pas l'importance que revêtent dans ces pays les Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages (ce dernier point est simple à observer en Finlande où on dispose des comptes séparés de cet agent tandis qu'en Suède la présence des fondations est avérée). L'Espagne se rattache à cette dernière situation tandis que Allemagne, France, Pays-Bas et Royaume-Uni se retrouvent dans une détention directe modeste de titres nationaux avec une prépondérance des actions au sein de ces titres. Enfin pour un certain nombre de pays comme l'Autriche et l'Allemagne, la présence d'avoirs étrangers n'est pas négligeable. Notamment pour l'Allemagne, on peut supputer le rôle joué par le Luxembourg et la Suisse pour expliquer ce type de placements.

## *Rôle de l'intermédiation de marché dans la réaffectation de la richesse financière des ménages*

Le rôle des intermédiaires non-bancaires dans l'orientation de la structure des placements financiers des ménages apparaît très significativement en Suède, aux Pays-Bas mais surtout au Royaume-Uni à travers le poids de la détention indirecte d'actions émises par les sociétés non-financières (tableau 6). Ces dernières constituent la première affectation de la structure d'actifs des ménages britanniques, ce qui s'explique par la prépondérance des actions nationales dans le portefeuille financier des investisseurs. Ce rôle des investisseurs institutionnels s'apprécie par l'écart entre un pourcentage du tableau 5 et le pourcentage correspondant du tableau 6: cet écart pour les actions cotées est de 10 points aux Pays-Bas et en Suède et de 24 points au Royaume-Uni.

C'est dans ces mêmes pays que l'ouverture internationale des portefeuilles financiers est imputable aux intermédiaires financiers non-bancaires. Notons que ce degré d'ouverture est d'autant plus atypique au Royaume-Uni que la détention de titres étrangers s'y effectue de manière quasi exclusivement indirecte. Pour ces trois pays fortement marqués par la présence des investisseurs institutionnels et notamment des fonds de pension (sauf en Suède où les engagements des fonds de pension représentent à peine la moitié des réserves d'assurance), les placements financiers des ménages auprès des banques sont bien plus faibles (30 % des actifs financiers) que dans les autres pays de l'échantillon, tout comme la place qu'occupent les titres de la dette privée. Signalons toutefois que la détention indirecte de ces titres semble être une caractéristique néerlandaise de l'intermédiation non bancaire.

L'Italie se situe quant à elle dans une position intermédiaire. La montée des IFNM dans la gestion de l'épargne des ménages a, plus récemment qu'au Royaume-Uni, Pays-Bas ou Suède contribué à la détention de titres étrangers. Le succès des fonds communs italiens, qui investissent plus de la moitié de leur portefeuille sur les marchés internationaux, a été largement accentué par la baisse des rendements des titres publics nationaux et par l'insuffisante liquidité des marchés de titres domestiques. En revanche, le rôle des IFNM ne modifie quasiment pas le choix d'affectation initiale de l'épargne des ménages vers le financement du secteur privé tant sous forme de dette que d'actions.

Tableau 6 : Rôle de l'intermédiation de marché dans la réaffectation de l'épargne des ménages en stocks en 1999 (en %)

	<i>Financement de la dette publique</i>	<i>Financement de la dette privée</i>	<i>Actions cotées des sociétés non financières</i>	<i>Créances sur le Reste du Monde</i>	<i>Créances sur les IFM</i>	<i>Total</i>
Allemagne	7,04	3,84	11,82	18,68	58,62	100,00
Autriche	-	-	-	-	-	-
Espagne	8,43	7,68	19,50	10,51	53,88	100,00
Finlande	5,87	5,12	40,03	6,36	42,62	100,00
France	12,21	8,74	15,57	11,13	52,36	100,00
Italie	23,17	5,54	12,81	24,67	33,81	100,00
Pays-Bas	9,26	15,42	17,83	27,62	29,87	100,00
Royaume-Uni	11,95	5,83	31,48	20,46	30,28	100,00
Suède	9,37	1,48	36,89	22,29	29,96	100,00

Pour les cinq autres pays de l'échantillon, l'intermédiation de marché est moins prépondérante dans les circuits de financement. Le rôle des IFNM n'implique pas de réelles distorsions vis-à-vis de la structure de placement initiale de l'épargne des ménages. En effet, chaque affectation connaît globalement un accroissement qui ne modifie pas sensiblement les préférences initiales des agents. Pourtant, il faut souligner le rôle non négligeable des investisseurs institutionnels français dans le financement de la dette publique nationale. Bien que de dimension plus modeste qu'en Italie, le marché obligataire français et notamment son compartiment titres publics se distingue surtout par sa profondeur et sa technicité, justifiant ainsi qu'en France la détention de titres publics s'effectue essentiellement de manière indirecte. Cette dernière caractéristique est très proche du cas britannique mais aussi de la Suède, des Pays-Bas et de l'Espagne.

*Rôle des intermédiaires financiers monétaires dans la réaffectation de la richesse financière des ménages*

Tableau 7 : Affectation finale de l'épargne des ménages en stocks en 1999 (en %)

	<i>Finance- ment de la dette publique</i>	<i>Finance- ment de la dette privée</i>	<i>Actions cotées des sociétés non financières</i>	<i>Créances sur le Reste du Monde</i>	<i>Total</i>
Allemagne	17,63	37,96	14,57	29,83	100,00
Autriche	21,19	43,66	2,32	32,84	100,00
Espagne	17,77	34,04	27,54	20,65	100,00
Finlande	15,04	25,93	40,33	18,70	100,00
France	20,53	36,43	18,45	24,59	100,00
Italie	31,72	22,74	13,4	32,07	100,00
Pays-Bas	12,30	30,75	18,86	38,09	100,00
Royaume-Uni	12,62	16,40	34,95	36,03	100,00
Suède	11,52	22,13	37,29	29,06	100,00

La réorientation de l'affectation de l'épargne des ménages exercée via les IFM s'observe de manière évidente à travers le poids accordé au financement de la dette privée et l'ouverture internationale des portefeuilles financiers.

Il est en effet peu surprenant que, pour les pays marqués par la prépondérance de l'intermédiation bancaire, le financement de la dette privée constitue l'activité traditionnellement prise en charge par les IFM. C'est pourquoi en Autriche, en Allemagne, en France et en Espagne, ces actifs faiblement détenus par les ménages, même après prise en compte du rôle des IFNM, constituent finalement la première destination de leur épargne. Pour les autres pays, on observe une tendance similaire avec deux cas particuliers : celui de la Suède où la totalité de ces titres est détenue indirectement par les ménages via les IFM et celui du Royaume-Uni où ces titres sont les moins représentés.

Les titres étrangers constituent une autre affectation de l'épargne des ménages sensiblement accrue par les choix de financement des IFM. Pour les pays dont l'ouverture internationale du portefeuille des ménages avait largement été initiée par les investisseurs

institutionnels, cette tendance se conforte. Ainsi, en Italie mais surtout aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, les placements financiers étrangers représentent très largement la première affectation finale de l'épargne. Le cas britannique est plus atypique car il s'agit d'une détention quasi exclusivement indirecte qui résulte à part égale de l'intermédiation de marché et de l'intermédiation bancaire. Cependant, ce degré d'ouverture financière est très significatif de la dimension internationale de la place de Londres et de son rôle de plaque tournante des échanges financiers. La configuration originale du système financier britannique est en effet marquée par la forte présence d'institutions financières qui interviennent sur les marchés internationaux de capitaux, la City drainant une part non négligeable de l'épargne mondiale.

La présence des IFM dans les circuits de financement de la dette publique affecte la structure finale de l'épargne des ménages en Finlande, en Allemagne, en Espagne, mais aussi en France et en Italie, pays pour lequel les titres publics étaient déjà significativement représentés dans les actifs financiers. De ce point de vue, le cas autrichien est très proche de celui de la France. En revanche, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suède, la détention finale de titres publics est peu favorisée par les IFM qui, au contraire, réorientent très largement l'épargne des ménages vers la dette privée et/ou les titres étrangers.

Concernant le financement du secteur privé, la part des actions dans l'affectation finale de l'épargne des ménages n'a pratiquement pas été affectée par l'intermédiation bancaire. Ceci confirme qu'à l'exception des pays nordiques, la détention d'actions par les ménages est essentiellement liée à l'existence des investisseurs institutionnels, les IFM jouant un rôle marginal. Le seul pays où on observe une forte contribution des IFM à la détention (indirecte) d'actions des entreprises non-financières est l'Espagne. Généralement un tel rôle capitaliste des banques universelles allemandes est également relevé ; ceci n'est pas le cas selon nos chiffres mais il est possible que notre méthodologie d'exclusion des actions non cotées n'obère l'émergence d'une telle réalité.

## *Conclusion*

Il apparaît nécessaire de rendre plus dynamique le tableau que nous venons de brosser à grands traits pour l'épargne européenne. En effet, le niveau élevé généralement atteint par l'encours d'actions cotées dans le portefeuille des ménages européens ne s'observe le plus souvent que récemment ; en d'autres termes, le fait marquant sur plusieurs années est, outre un recul de l'intermédiation bancaire au profit de toutes les intermédiations non-bancaires, une progression de la détention directe et surtout indirecte des titres de propriété des entreprises. Toutefois, cette dernière progression est principalement due, sauf en Italie où il y a un flux modeste mais régulier et croissant d'achats d'actions de la part des ménages, à un comportement plutôt passif des ménages, voire même des intermédiaires financiers. L'entière explication de cette augmentation générale est donc à attribuer à la hausse vertigineuse des indices boursiers européens.

En effet, si on rapporte les flux sur les actions aux flux totaux et qu'on calcule la moyenne de ce dernier ratio sur le plus grand nombre d'années disponibles, on note que les flux d'achats directs d'actions sont au mieux une proportion faible de l'épargne nouvelle des ménages : le maximum est atteint par la Finlande avec +11,3% ou l'Italie avec 4,8%). Très souvent, il s'agit en fait de désinvestissements qui peuvent être massifs dans le cas du Royaume-Uni (-26,4% avec une pointe à -60,6% en 1998). Même en tenant compte de l'intermédiation, ce n'est guère mieux, bien au contraire pour les deux pays nordiques de notre échantillon (-33,8% en Suède et +2,1% en Finlande). Il n'y a donc pas désinvestissement en direct pour compenser l'investissement indirect.

Toutefois, les mouvements qui viennent d'être décrits portent sur les seules actions domestiques cotées. Ajouter les actions étrangères (le plus souvent, y compris fonds mutuels ou OPCVM étrangers) conduit à nuancer ce propos. C'est notamment le cas pour l'Italie (+64,8% !), l'Allemagne et les Pays-Bas (entre 20% et 30%), l'Espagne (où on dépasse légèrement 10%), la France et la Suède (où on dépasse légèrement 5%),. A l'inverse, le constat est maintenu en Grande-Bretagne et en Finlande. Ainsi le « vrai » mouvement semble être une internationalisation – une « européanisation » ? - du portefeuille de titres grâce à des achats nets, mais généralement intermédiés, d'actions étrangères.

## **Annexe 1**

### **Tableaux de synthèse :**

### **Affectation de l'épargne des ménages des neuf pays de l'échantillon**

Sont proposés, par pays, deux tableaux de synthèse présentant respectivement la répartition des encours et des flux de richesse financière des ménages (seuls les flux sont disponibles en Autriche). Ces tableaux récapitulent une information détaillée portant sur toute la période d'analyse. Cette information est résumée, pour la seule année 1999 et en encours, dans les tableaux 4 à 7 de la note précédente.





Autriche

Encours (en %)

	1995			1996			1997			1998			1999		
	Affectation			Affectation			Affectation			Affectation			Affectation		
	Initiale	Partielle	Totale	Initiale	Partielle	Totale	Initiale	Partielle	Totale	Initiale	Partielle	Totale	Initiale	Partielle	Totale
Financement de la dette publique	6.67		27.54	5.82		27.05	4.59		25.12	3.90		23.53	2.73		21.19
Financement de la dette privée	0.69		44.65	0.50		44.58	0.65		44.70	0.48		45.42	0.37		43.66
Actions cotées des SQS non financière	0.38		1.82	0.33		1.83	0.48		2.29	0.55		2.18	0.66		2.32
Créances sur le reste du monde total	10.51		25.99	10.29		26.54	9.97		27.89	8.95		28.87	9.51		32.84
<i>créances sur le RdM-dépôts</i>	8.34		12.75	8.00		12.14	7.31		10.86	6.19		9.49	6.27		9.81
<i>créances sur le RdM-titres courts</i>	0.04		0.47	0.05		0.70	0.01		0.32	0.01		0.59	0.01		0.33
<i>créances sur le RdM-titres longs</i>	1.85		4.34	1.90		5.16	2.01		6.46	1.81		7.13	1.68		9.04
<i>créances sur le RdM-actions</i>	0.29		0.85	0.35		0.94	0.64		1.71	0.93		1.97	1.53		3.01
<i>créances sur le RdM-autres</i>	0.00		7.58	0.00		7.59	0.00		8.54	0.01		9.70	0.02		10.63
Créances sur les IF	81.75			83.07			84.30			86.12			86.73		
	100	0	100	100	0	100	100	0	100	100	0	100	100	0	100

















## **Annexe 2**

### **Note méthodologique relative à l'affectation finale de l'épargne des ménages : l'exemple britannique**

La structure et la destination finale de l'épargne des ménages est appréhendée à partir des comptes financiers des agents (financiers et non financiers) extraits des statistiques financières publiées par le Bureau National des Statistiques (*Office for national statistics*, édition 2000) qui constituent la version anglaise des TOF. La comptabilité britannique est présentée en utilisant le nouveau régime de comptabilité nationale défini à l'échelle européenne (ESA 95 ou SEC 95). Les données sont exprimées en stocks et en flux sur la période 1992-1999.

Les ménages sont répertoriés dans les secteurs S14 et S15 sous l'appellation : ménages et institutions à but non lucratif au service des ménages (*households and non profit institutions serving households*). Il est opportun de préciser également les différents types d'intermédiaires financiers britanniques (S12) en distinguant notamment les intermédiaires financiers monétaires et les intermédiaires financiers non monétaires. Cette distinction nous permettra notamment de situer les O.P.C.V.M. monétaires (*money market funds*, selon la terminologie du S.E.B.C.) et les O.P.C.V.M. non monétaires qui sont intégrés, autant l'un que l'autre, dans le cas du Royaume-Uni dans les autres intermédiaires financiers (S123) compte tenu de la faible importance des O.P.C.V.M. monétaires :

- Les intermédiaires financiers monétaires comprennent :

- o La banque centrale (S121)
- o Les autres institutions financières monétaires composées des banques et des *building societies*, S122 (à part les banques, les *building societies* définies par les *Building Societies Acts* de 1962, 1986 et 1997 sont les seules autres institutions autorisées à accepter des dépôts).

- Les intermédiaires financiers non monétaires comprennent :

- o Les autres intermédiaires financiers (S123) qui incluent différents types d'intermédiaires qui interviennent principalement dans le financement de long terme tels que les sociétés d'investissement (*investment trusts*), les sociétés d'achat à crédit (*hire purchase corporations*), les sociétés de gestion collective de portefeuille (*unit trusts*)... (les fonds mutuels intervenant sur le marché monétaire sont aussi classés dans ce sous-secteur car ils sont au Royaume Uni peu nombreux et de petite taille – *money market funds*).
- o Les auxiliaires financiers (S124) qui pratiquent des activités financières secondaires reliées étroitement à l'intermédiation financière mais qui ne sont pas elles-mêmes de l'intermédiation financière. Ce sont par exemple les courtiers d'assurances (*insurances brokers*), les courtiers en titres (*securities brokers*), les sociétés dont le rôle principal est de garantir du papier et des instruments similaires, les sociétés qui fournissent l'infrastructure pour les marchés financiers, etc...
- o Les sociétés d'assurances et les fonds de pension (S125) qui interviennent principalement dans des activités d'intermédiation financière impliquant une mise en commun de risques.

Nos calculs en vue de l'obtention d'une évaluation de l'affectation finale de l'épargne des ménages supposent la définition préalable des vecteurs suivants :

**f**, le vecteur des montants directement investis en actifs finals,

**b**, le vecteur des montants investis auprès des intermédiaires financiers.

Ensuite, l'établissement de la destination finale de l'épargne des ménages suppose la construction de la matrice suivante :

$$\mathbf{P} = \begin{pmatrix} \mathbf{I}_p & \mathbf{A} \\ \mathbf{0} & \mathbf{B} \end{pmatrix}$$

élaborée avec les sous-matrices ci-après :

- I<sub>p</sub>** : représente la matrice identité de dimension p, p étant le nombre d'actifs finals ,
- A** : représente la matrice des proportions des bilans des intermédiaires investis en actifs finals,
- B** : représente la matrice des proportions des bilans des intermédiaires investis auprès des intermédiaires.

La multiplication par cette matrice **P** d'un vecteur **e** constitué de l'empilement des vecteurs **f** et **b** conduit à une première réaffectation de l'épargne des ménages sur des emplois finals (**Pe**) mais, à ce stade, il subsiste des emplois auprès des intermédiaires financiers puisque ces derniers effectuent des placements auprès d'eux-mêmes. Dans ces conditions, il faut à nouveau multiplier par **P** mais **P<sup>2</sup>e** a les mêmes limitations et il faut encore multiplier par **P** en vue de l'élimination des emplois intermédiés. On comprend ainsi qu'il faut multiplier une infinité de fois par la matrice **P** pour éliminer complètement les emplois intermédiés et avoir ainsi une affectation complète à des emplois finals (**P<sup>∞</sup>e**). Notre but, et notre problème, est donc désormais de calculer **P<sup>∞</sup>**.

Revenons d'abord au cas du Royaume-Uni pour identifier le contenu des vecteurs et des matrices. Nous identifions **f** ainsi (avec dim (**f**) = p = 9) :

- 1) Dépôts auprès de l'administration centrale (épargne nationale, instruments de taxe, position de réserve de la G-B/F.M.I. et B.C.E.) F29
- 2) Crédits bancaires = 0
- 3) Titres à court terme émis par les agents non financiers résidents privés, F3316
- 4) Titres à court terme émis par les agents non financiers résidents publics (gouvernement central et autorités locales) F3311 + F3312
- 5) Actions cotées émises par les agents non financiers résidents (actions britanniques cotées) autres que les parts de fonds mutuels, F514 (en excluant F515 et F516)

- 6) Créances diverses, décalages comptables sur des agents non financiers résidents, la majeure partie de F424+ F7
- 7) Obligations privées émises par les agents non financiers résidents, F3326
- 8) Obligations publiques émises par les agents non financiers résidents (gouvernement central et autorités locales) F3321 + F3322
- 9) Créances sur le Reste du monde (dépôts, obligations, actions, parts de fonds mutuels,...) F229+ F3329 + F519 + F529 + une partie de F424 + F7

**b** peut être identifié comme suit (avec  $\dim(\mathbf{b}) = 3$ ) :

- 1) Actif des ménages investi auprès des intermédiaires financiers monétaires (Banque centrale, banques, sociétés de prêts à la construction : S121 + S122) :

- Monnaie F 21
- Dépôts auprès des banques en sterling F 2211
- Dépôts auprès des banques en monnaie étrangère F 2212
- Dépôts auprès des *building societies* en sterling F 2213
- Titres à court terme émis sur le marché monétaire par les MFI's F 3315
- et également, les actions cotées, les titres à long terme,... émis par les MFI's et imputés aux ménages (grâce à la structure moyenne des émetteurs lisible au passif des agents dans les TOF)

- 2) Actif des ménages investi auprès des Intermédiaires financiers non monétaires<sup>1</sup> (autres intermédiaires financiers et auxiliaires financiers) sauf sociétés d'assurances et fonds de pension, S123 + S124 :

- Parts de fonds mutuels britanniques F 521
- et également, les actions cotées, les titres à long terme,... émis par ces intermédiaires financiers et imputés aux ménages (grâce à la structure moyenne des émetteurs lisible au passif des agents dans les TOF)

---

<sup>1</sup> Des précisions concernant les différents types d'intermédiaires financiers britanniques, y compris les O.P.C.V.M. monétaires et non monétaires, sont données ci-avant, en début de note.

3) Actif des ménages investi auprès des Sociétés d'assurances et fonds de pension, S125 :

- Actifs financiers investis dans l'assurance vie et les fonds de pension F 61
- Versements de primes d'assurance F 62
- et également, les actions cotées, les titres à long terme,... émis par les sociétés d'assurance et imputés aux ménages (grâce à la structure moyenne des émetteurs lisible au passif des agents dans les TOF)

**f** et **b** étant identifiés, il nous est alors possible :

⇒ de spécifier la matrice **A**,

composée de 9 lignes et 3 colonnes sachant qu'en lignes sont répertoriés les proportions des actifs finals, c'est-à-dire des mêmes actifs qui correspondent aux lignes de **f**, dans le total du bilan des intermédiaires et en colonnes les différents types d'intermédiaires financiers soit :

1. les intermédiaires financiers monétaires,
2. les intermédiaires financiers non monétaires (sauf assurances et fonds de pension),
3. les sociétés d'assurances et fonds de pension.

⇒ de spécifier la matrice **B**,

composée de 3 lignes et de 3 colonnes, ce qui traduit les interconnexions existantes entre les intermédiaires financiers monétaires, les intermédiaires financiers non monétaires (sauf assurances et fonds de pension) et les assurances et les fonds de pension.

Lorsqu'on empile les matrices **A** et **B**, on obtient une nouvelle matrice ayant 12 lignes et 3 colonnes. Les 12 lignes reprennent 9 lignes de **A** auxquelles sont ajoutées les 3 lignes de **B**.

Chacune des 3 colonnes traduit en fait l'ensemble de la structure du bilan des intermédiaires financiers sur 12 types d'actifs (à ceci près qu'on a évincé du portefeuille les actions non cotées en ne retenant que les seules actions cotées) :

- ✓ la première colonne relative aux intermédiaires financiers monétaires contient les pourcentages des divers actifs dans le bilan des intermédiaires financiers monétaires,

- ✓ la deuxième colonne relative aux intermédiaires financiers non monétaires (sauf assurances et fonds de pension) contient les pourcentages des divers actifs dans le bilan des intermédiaires financiers non monétaires (sauf assurances et fonds de pension),
- ✓ la troisième colonne relative aux assurances et fonds de pension contient les pourcentages des divers actifs dans le bilan des assurances et fonds de pension.

Ces différents éléments nous permettent de construire la matrice  $\mathbf{P}$ , sachant que  $p = 9$  ( $p$  étant le nombre d'actifs finals) :

$$\mathbf{P} = \begin{pmatrix} \mathbf{I}_9 & \mathbf{A} \\ \mathbf{0} & \mathbf{B} \end{pmatrix}$$

composée de 12 lignes et de 12 colonnes que nous venons d'identifier.

Enfin, pour tenir compte des réaffectations effectuées par les intermédiaires financiers, nous pouvons calculer  $\mathbf{P}^\infty$  :

$$\mathbf{P}^2 = \begin{pmatrix} \mathbf{I}_9 & \mathbf{A} + \mathbf{AB} \\ \mathbf{0} & \mathbf{B}^2 \end{pmatrix}$$

$$\mathbf{P}^3 = \begin{pmatrix} \mathbf{I}_9 & \mathbf{A} + \mathbf{AB} + \mathbf{AB}^2 \\ \mathbf{0} & \mathbf{B}^3 \end{pmatrix}$$

$$\mathbf{P}^n = \begin{pmatrix} \mathbf{I}_9 & \mathbf{A} + \mathbf{AB} + \mathbf{AB}^{n-1} \\ \mathbf{0} & \mathbf{B}^n \end{pmatrix}$$

$$\mathbf{P}^\infty = \begin{pmatrix} \mathbf{I}_9 & \mathbf{A}(\mathbf{I}_3 - \mathbf{B})^{-1} \\ \mathbf{0} & \mathbf{0} \end{pmatrix}$$

Sachant que les éléments des matrices  $\mathbf{A}$  et  $\mathbf{b}$  sont compris entre 0 et 1 et que la puissance d'une matrice à éléments compris entre 0 et 1 tend vers la matrice nulle quand la puissance tend vers l'infini, alors :

$$\mathbf{A} + \mathbf{AB} + \mathbf{AB}^2 + \mathbf{AB}^3 + \dots + \mathbf{AB}^n = \mathbf{A}(\mathbf{I}_3 - \mathbf{B})^{-1} \quad \text{lorsque } n \text{ tend vers l'infini.}$$

Ainsi le vecteur des montants investis en définitive (c'est-à-dire dans les  $p$  actifs finals directement ou indirectement par le biais des intermédiaires financiers) par un agent non financier est le vecteur suivant de dimension  $p$  :

$$\mathbf{f} + \mathbf{A}(\mathbf{I}_3 - \mathbf{B})^{-1} \mathbf{b}$$