



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

## *Etude*

*A l'attention de*

L'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE)

*Objet*

# **La destination finale de l'épargne des ménages en Europe : une mise à jour**

**Février 2005**





UNIVERSITE PARIS X-NANTERRE

UMR 7545 CNRS-Paris X  
MODEM

## **La destination finale de l'épargne des ménages en Europe : une mise à jour**

Michel Boutillier et Valérie Oheix<sup>1</sup>

Une première base de données sur la destination finale de l'épargne des ménages en Europe avait été réalisée pour le compte de l'OEE en 2000. Les données portaient sur les années 1995 à 1999 et concernaient neuf pays de l'Union européenne (UE). Un travail de mise à jour de cette base de données a été mené fin 2004. La présente note vise à préciser les modalités retenues pour cette mise à jour, qui ont pour certaines été modifiées, et à présenter les résultats obtenus.

Si le nombre de pays a été réduit à six, la période d'analyse a en revanche été étendue aux années récentes, de 2000 à 2003, ainsi qu'aux années antérieures, de 1991 à 1995, dès lors que la disponibilité des données le permettait. Le fait de disposer de données sur une dizaine d'années permet de mettre en évidence des évolutions structurelles en matière d'affectation finale de l'épargne des ménages en Europe. Tous les pays de l'échantillon sont caractérisés par la stabilité de l'épargne intermédiaire et surtout l'accroissement de l'intermédiation non bancaire. La montée en puissance des investisseurs institutionnels est avérée. La détention d'actions augmente dans tous les pays d'Europe continentale, se rapprochant ainsi de celle des ménages britanniques. Les modalités nationales de détention de l'épargne financière demeurent cependant très hétérogènes, tant au niveau du rôle joué par les différentes catégories d'intermédiaires financiers qu'en ce qui concerne les types d'instruments financiers détenus.

La première section est consacrée à une présentation de l'échantillon, un rappel de la méthodologie et un point sur les quelques changements méthodologiques intervenus dans ce travail de mise à jour. Les sections suivantes visent à analyser l'évolution du patrimoine financier des ménages européens en distinguant, d'une part, les différents circuits d'intermédiation et, d'autre part, les trois destinations finales une fois rendus transparents les différents intermédiaires financiers.

---

<sup>1</sup> Les auteurs remercient l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE) pour son soutien financier et la mise à disposition des données de comptabilité nationale financière. Pour la correspondance : Valérie Oheix, MODEM / Bâtiment G, Université Paris X - Nanterre, 200, avenue de la République, 92001 Nanterre cedex. Tel. : 01.40.97.78.17. Mail : valerie.oheix@u-paris10.fr.

## Présentation de l'échantillon et rappel de la méthodologie

Cette mise à jour de la base de données sur la destination finale de l'épargne des ménages en Europe ne porte que sur six des neuf pays qui avaient initialement été retenus. Trois pays de taille moyenne et d'un poids relativement faible dans l'ensemble de l'UE ont été exclus de l'échantillon : l'Autriche, la Finlande et la Suède. Bien que de taille plus réduite, l'échantillon demeure très représentatif de l'UE, même élargie à 25 pays depuis mai 2004, puisque les six pays qui le composent comptent pour 80 % du PIB et 70 % de la population de cette UE à 25.

**Tableau 1 : Représentativité de l'échantillon dans le PIB et la population de l'UE en 2003**

	PIB			Population		
	En milliards d'euros	En % du total de l'UE	Rang	En millions d'habitants	En % du total de l'UE	Rang
Allemagne	2 128,2	21,9	1	82,5	18,1	1
Espagne	743,0	7,6	5	40,8	8,9	5
France	1 557,2	16,0	3	61,5	13,5	2
Italie	1 300,9	13,4	4	58,1	12,7	4
Pays-Bas	460,0	4,7	6	16,2	3,6	7
Royaume-Uni	1 589,5	16,3	2	59,4	13,0	3
Total des 6 pays	7 778,8	79,9		318,5	69,8	

Source : Eurostat, 2004.

Comme le montre le tableau 1, les six pays composant notre échantillon sont les six principales économies de l'UE en termes de PIB, à savoir l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Le tableau 2 nous indique que, dès lors que les données de comptabilité nationale étaient disponibles au format SEC 95, la période d'analyse retenue va de 1991 à 2003. Seules la France et l'Italie font exception, les données n'y étant disponibles qu'à partir de 1995. L'actuel système européen de comptabilité nationale permet en principe de distinguer trois sous-secteurs institutionnels au sein des intermédiaires financiers : les institutions financières monétaires (IFM, comprenant les établissements de crédit ainsi que les OPCVM court terme), les OPCVM long terme (parfois inclus dans le groupe plus vaste des autres intermédiaires financiers) et enfin le groupe constitué des assurances et des fonds de pension. L'Espagne déroge à ce cadre commun, puisqu'on n'y envisage que deux catégories d'intermédiaires financiers : les institutions financières monétaires (IFM) et les institutions financières non monétaires (IFNM), la seconde catégorie se composant des OPCVM long terme, des autres intermédiaires et auxiliaires financiers et des assurances et fonds de pension. La perte de précision de nos calculs qui découle de ce moindre détail est cependant très largement compensée par la disposition d'un qui-à-qui.<sup>2</sup> A l'inverse, la France et l'Italie se distinguent en autorisant un travail sur quatre catégories d'intermédiaires financiers : en France, on différencie EC et OPCVM court terme dans nos calculs tandis que, pour l'Italie, on sépare les autres intermédiaires financiers (y compris OPCVM long terme) des auxiliaires financiers. Enfin, au Royaume-Uni, les IFM ne représentent, comme aux Pays-Bas, que les seuls établissements de crédit et excluent de ce fait les OPCVM CT qui se retrouvent avec les autres intermédiaires financiers.

<sup>2</sup> Nous savons ainsi qui détient quoi et sur qui, ce qui nous permet d'effectuer une réaffectation précise des créances détenues par les ménages alors que, dans les autres cas, nous sommes obligés de recourir à de nombreuses hypothèses.

**Tableau 2 : Caractéristiques de l'échantillon**

Pays	Période d'analyse	Types d'intermédiaires financiers			
Allemagne	1991-2003	IFM (EC et OPCVM CT)	Autres IF (dont OPCVM LT)		Assurances et fonds de pension
Espagne	1991-2003	IFM (EC et OPCVM CT)		IFNM (dont OPCVM LT, assurances et fonds de pension)	
France	1995-2003	Etablissements de crédit	OPCVM CT	Autres IF (dont OPCVM LT)	Assurances et fonds de pension
Italie	1995-2003	IFM (EC et OPCVM CT)	Autres IF (dont OPCVM LT)	Auxiliaires financiers	Assurances et fonds de pension
Pays-Bas	1991-2003	Etablissements de crédit	Autres IF (dont OPCVM CT et LT)		Assurances et fonds de pension
Royaume-Uni	1991-2003	Etablissements de crédit	Autres IF (dont OPCVM CT et LT)		Assurances et fonds de pension

La méthodologie utilisée est la même que celle qui avait été précédemment retenue (*cf.* Boutillier *et al.*, 2001). Il s'agit de calculer la structure en pourcentage du patrimoine financier<sup>3</sup> des ménages dans les six pays de l'échantillon selon leur **affectation initiale** (ou spontanée), telle qu'effectuée par les ménages eux-mêmes, selon l'**affectation partielle** (ou intermédiaire), une fois les intermédiaires financiers non monétaires (IFNM) rendus transparents, et enfin selon l'**affectation finale** (ou totale) après mise en transparence des intermédiaires financiers monétaires (IFM). L'écart entre les affectations initiale et partielle rend donc compte du rôle joué par les IFNM, en particulier OPCVM LT, assurances et fonds de pension, tandis que l'écart entre les affectations partielle et finale renseigne sur l'activité des IFM, et notamment des banques (en tenant parfois compte des OPCVM CT, particulièrement en Espagne et en France du fait de l'importance prise par ces intermédiaires).

Au stade ultime d'affectation, l'épargne des ménages se trouve entièrement redistribuée, en fonction de la structure de l'actif du bilan des différentes catégories d'intermédiaires financiers, sur les trois destinations finales que sont : les produits de taux, les créances sur fonds propres et les crédits et créances diverses sur les agents non financiers (*cf.* tableau 3).

Par rapport au travail précédent, ces trois catégories de placements finals ont été redéfinies en privilégiant les instruments par lesquels l'épargne des ménages permet le financement des secteurs résidents et du Reste du monde, plutôt qu'en mettant l'accent sur les secteurs financés, comme cela était le cas précédemment. Ainsi, dans la base de données antérieure, le patrimoine financier des ménages se répartissait entre quatre grandes catégories de

<sup>3</sup> La précédente base comportait des données en flux et en stocks. Le travail de mise à jour n'a porté que sur les données en stocks, dont l'analyse s'était révélée être plus pertinente.

placements : dette publique, dette privée, actions cotées des sociétés non financières et créances sur le Reste du monde. A présent, le critère du secteur financé par les ménages est relégué au second plan et seulement utilisé pour définir les sous-catégories de placements dans chaque grand type de destination finale.

**Tableau 3 : Les quatre principales destinations de l'épargne des ménages**

<p><b>1. Produits de taux</b></p> <p>Titres courts et longs émis par les entreprises</p> <p>Titres courts et longs émis par les APU</p> <p>Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)</p>
<p><b>2. Créances sur les fonds propres</b></p> <p>Actions cotées</p> <p>Actions non cotées</p> <p>Autres participations</p> <p>Créances sur le RDM actions</p>
<p><b>3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers</b></p> <p>Dépôts auprès des APU et du RDM</p> <p>Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)</p> <p>Diverses créances sur ménages, entreprises et APU</p>
<p><b>4. Intermédiations</b></p> <p>Créances sur les IFM (EC et OPCVM CT)</p> <p>Créances sur les autres IF (dont les OPCVM LT)</p> <p>Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension</p>

Un autre changement méthodologique important concerne le traitement des actions non cotées, désormais une sous-catégorie des créances sur les fonds propres. Précédemment, du fait d'importantes divergences en matière de prise en compte et de valorisation de ces actions non cotées (voir Garnier *et al.*, 2002), nous avons renoncé à les intégrer. Dans le travail présent, nous avons préféré intégrer systématiquement toutes les formes de titres de propriété (y compris les participations). Par contre, pour tenir compte de l'hétérogénéité de la valorisation, nous avons effectué un redressement des encours d'actions non cotées dans le seul cas de la France en divisant ces encours par deux ; cette approche, volontairement simple et évitant des raffinements de toute manière discutables, règle la critique faite aux statistiques françaises d'aligner la valorisation des actions non cotées sur celles des cotées et les rapproche des statistiques des autres pays pour lesquels des corrections et autres redressements seraient encore plus hasardeux.

Les résultats de nos calculs font l'objet d'une présentation détaillée dans un cahier de tableaux. Dans la suite de ce rapport, nous nous consacrons à l'examen des principales tendances qui nous paraissent affecter le portefeuille des ménages européens et son recyclage par les principaux circuits d'intermédiation.

## Evolution des circuits d'intermédiation

La part intermédiée du patrimoine financier total des ménages demeure stable et de l'ordre de 76 % en Allemagne et en France, contre 72 % en Espagne. Dans les trois autres pays, le taux d'intermédiation augmente. La hausse la plus importante, de près de 10 points, concerne l'Italie où le taux d'intermédiation reste néanmoins inférieur à 60 % en 2003. Aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, une augmentation moindre mais significative (de 7 à 6 points) conduit à un taux d'intermédiation très élevé, atteignant respectivement 87 % et 83 % en 2003. La faiblesse relative de l'intermédiation en Italie tient à l'importance de la détention directe de produits de taux, notamment publics. Malgré une baisse de 10 points depuis 1995, la détention directe de ces produits par les ménages italiens représente toujours en 2003 près de 30 % de leur patrimoine financier total.

**Tableau 4 : Taux d'intermédiation (en % de l'affectation initiale)**

	1991	1995	1999	2003
Allemagne	77,7	76,6	74,9	76,0
Espagne	72,6	72,6	69,7	71,9
France	n.d.	74,5	67,4	76,5
Italie	n.d.	49,3	57,8	58,4
Pays-Bas	80,1	80,8	79,8	87,2
Royaume-Uni	76,1	77,6	78,6	83,0

n.d. : non disponible.

*Sources : TOF nationaux, calculs des auteurs*

Alors que de 1995 à 2003 le taux d'intermédiation augmente de 2 points en France, le tableau 4 met cependant en évidence une baisse sensible en 1999. Seule la France et, dans une bien moindre mesure et de manière plus erratique, l'Espagne connaissent un phénomène de décrue de la part de l'intermédiation entre 1995 et 1999, puis de remontée de 2000 à 2003. Dans ces deux pays, c'est l'accroissement de la détention directe de créances sur fonds propres en pourcentage du patrimoine financier total qui explique ce phénomène. Cette évolution est elle-même très probablement le résultat d'un effet volume et d'un effet prix liés à la formation puis à l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions. En France, ce phénomène concerne un fort encours d'actions non cotées, en dépit du redressement statistique évoqué au début de ce texte.

Si la part intermédiée du patrimoine financier des ménages tend donc à rester stable ou à s'accroître suivant les pays, cela ne signifie pas pour autant que les différents circuits d'intermédiation évoluent de la même manière. Comme le montre le tableau 5, l'intermédiation bancaire recule partout sur l'ensemble de la période. Les baisses les plus spectaculaires sont intervenues en Espagne (-15 points), en Allemagne (-11 points) et en France (-8 points mais sur 8 ans seulement). Dans les trois autres pays, elles ne dépassent pas 5 points, le recul le plus faible étant observé aux Pays-Bas. Cependant, la diminution de l'intermédiation bancaire n'est continue sur l'ensemble de la période qu'en Allemagne, alors que dans les cinq autres pays une hausse de 2 à 5 points intervient à partir de 2000. Ce regain du rôle joué par les établissements de crédit peut être interprété comme un retour des ménages à des placements moins risqués et plus traditionnels après l'éclatement de la bulle spéculative.

**Tableau 5 : Taux d'intermédiation bancaire (en % de l'affectation initiale)**

	1991	1995	1999	2003
Allemagne*	47,6	44,1	38,0	36,2
Espagne*	62,7	57,1	44,4	47,6
France*	n.d.	42,6	32,3	34,8
Italie*	n.d.	39,2	31,5	36,0
Pays-Bas	26,3	23,6	19,5	24,8
Royaume-Uni	25,7	20,5	16,3	21,7

\* y compris OPCVM CT.

n.d. : non disponible.

*Sources : TOF nationaux, calculs des auteurs*

Au total, en 2003, le taux d'intermédiation bancaire du patrimoine financier des ménages s'établit à moins de 25 % au Royaume-Uni et aux Pays-Bas et autour de 35 % en Allemagne, en France et en Italie. L'Espagne se distingue par un taux très supérieur (48 %). Rappelons que, pour ces quatre derniers pays, le taux est plus (Espagne et France) ou moins (Allemagne et Italie) légèrement biaisé par l'activité des OPCVM de court terme.

Le tableau 6 montre logiquement que l'intermédiation non bancaire connaît une nette progression sur l'ensemble de la période, avec une hausse de l'ordre de 10 points dans les six pays de l'échantillon. Il est intéressant de noter que cette évolution est indépendante des niveaux observés en début de période qui sont pourtant très hétérogènes : de 10 à plus de 50 %. L'augmentation est toutefois un peu plus importante dans les pays, comme l'Espagne et l'Italie, où le niveau initial était très faible. Dans les pays où la part intermédiée du patrimoine financier des ménages est stable (Allemagne, Espagne et France), l'augmentation de l'intermédiation non bancaire se fait au détriment de l'intermédiation bancaire. En revanche, dans les trois autres pays (Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni), l'accroissement de l'intermédiation non bancaire fait plus que compenser le recul de l'intermédiation bancaire.

Au total, en fin de période, de très fortes disparités demeurent quant à la part du patrimoine financier des ménages transitant par les institutions non bancaires. Celle-ci ne représente que moins de 25 % de l'affectation initiale en Italie et en Espagne, alors qu'elle s'établit autour de 40 % en Allemagne et en France et qu'elle s'élève à plus de 60 % au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

**Tableau 6 : Taux d'intermédiation non bancaire (en % de l'affectation initiale)**

	1991	1995	1999	2003
Allemagne*	30,2	32,5	36,9	39,8
Espagne*	10,0	15,5	25,2	24,3
France*	n.d.	31,9	35,2	41,7
Italie*	n.d.	10,1	26,2	22,4
Pays-Bas	53,9	57,2	60,3	62,4
Royaume-Uni	50,4	57,1	62,3	61,3

\* OPCVM CT exclus.

n.d. : non disponible.

*Sources : TOF nationaux, calculs des auteurs*



## Evolution de la détention de produits de taux

En 2003, la détention finale de produits de taux atteint 30 % en France et en Italie, contre environ 20 % dans les quatre autres pays (tableau 7). Ces niveaux relativement proches sont le fruit d'évolutions différentes au niveau national. Ainsi, la détention finale de produits de taux a fortement diminué en Italie, est restée stable en Allemagne et en Espagne, tandis qu'elle a augmenté ailleurs (France, Pays-Bas et Royaume-Uni). En Italie, cette évolution découle de la baisse spectaculaire (de 20 points) de la détention directe par les ménages de titres émis par les administrations publiques.

**Tableau 7 : Produits de taux (en % des affectations partielle et totale)**

	1991		1995		1999		2003	
	Affectation		Affectation		Affectation		Affectation	
	Partielle	Totale	Partielle	Totale	Partielle	Totale	Partielle	Totale
Allemagne*	10,6	16,1	11,3	18,3	9,2	15,6	11,2	18,9
Espagne*	9,2	24,5	9,6	23,8	12,4	22,5	11,8	22,2
France*	n.d.	n.d.	15,0	22,3	15,1	23,2	19,9	30,1
Italie*	n.d.	n.d.	33,6	44,6	23,5	31,4	21,5	29,3
Pays-Bas	12,2	15,7	15,3	19,5	15,1	18,8	18,5	23,0
Royaume-Uni	11,4	14,2	14,7	18,8	13,8	17,7	16,5	20,8

\* y compris OPCVM CT pour l'affectation partielle.

n.d. : non disponible.

*Sources : TOF nationaux, calculs des auteurs*

Dans tous les pays, à l'exception notable de l'Allemagne, la détention indirecte via les intermédiaires non bancaires s'accroît fortement. Le rôle des IFNB dans l'affectation du patrimoine financier des ménages vers les produits de taux est révélé par l'importance de l'affectation partielle par rapport à l'affectation totale dans le tableau 7. Cette comparaison suffit car, hormis en Italie, la détention directe de produits de taux est extrêmement faible puisqu'elle ne représente que 1 à 5 % de l'affectation initiale. En France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, c'est le rôle joué par les IFNB qui explique en quasi-totalité la hausse de la détention finale de produits de taux. Dans ces pays, les marchés de titres de dette sont en effet d'un accès difficile pour les ménages en raison de leur technicité ou du montant unitaire élevé des titres. En Espagne, les IFNB ont substitué des créances sur le Reste du monde aux titres publics qu'elles détenaient initialement en portefeuille.

S'agissant de la structure de la détention finale de produits de taux, une tendance commune concerne l'augmentation de la part des titres émis par le Reste du monde. Cette évolution est principalement perceptible aux Pays-Bas et en Espagne, où elle se traduit par une hausse de l'ordre de 10 points sur la période 1991-2003. Néanmoins, d'importantes spécificités nationales demeurent en fin de période. En Italie et en Allemagne les créances sur les administrations publiques dominent, tandis qu'en Espagne et aux Pays-Bas les créances sur le Reste du monde sont prépondérantes. La France et le Royaume-Uni occupent en revanche une position intermédiaire, les titres publics (émis par les administrations du pays concerné) et les titres étrangers s'y trouvant à part égale de l'affectation finale. Enfin, la très faible détention totale de titres de dette émis par les sociétés non financières est très révélatrice du faible

développement de ces marchés en Europe. Ces créances ne représentent au mieux que 5 % de l'affectation finale en France, où la situation n'a pas évolué depuis 1995. Ailleurs leur part est inférieure et plutôt orientée à la hausse, si ce n'est en Allemagne et en Espagne où elle se réduit et n'atteint même pas 1 % en 2003.

### **Evolution de la détention de créances sur fonds propres**

Comme le montre le tableau 8, la détention totale de créances sur fonds propres tend à converger vers un niveau de l'ordre de 25 à 35 % en 2003 dans les six pays de l'échantillon. Le seuil des 30 % n'est cependant dépassé qu'au Royaume-Uni ainsi qu'aux Pays-Bas. Cette relative convergence résulte en fait de deux phénomènes contraires, malgré des évolutions communes marquées par un spectaculaire retournement de tendance.

L'impact du gonflement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions est manifeste, puisque de 1991 à 1999 la progression de la part des créances sur fonds propres dans l'affectation finale est proche de 20 points dans les cinq pays d'Europe continentale et de 7 points outre-Manche. A partir de 2000, l'éclatement de la bulle entraîne une réduction deux fois moindre<sup>4</sup> que la hausse qui a précédé dans les pays d'Europe continentale et deux fois plus importante en Grande-Bretagne. Il apparaît donc que la relative convergence de la part totale de créances sur fonds propres s'explique par une chute de 14 points entre 1999 et 2003 au Royaume-Uni et une augmentation d'environ 10 points sur l'ensemble de la période dans les cinq autres pays.

**Tableau 8 : Créances sur fonds propres (en % des affectations partielle et totale)**

	1991		1995		1999		2003	
	Affectation		Affectation		Affectation		Affectation	
	Partielle	Totale	Partielle	Totale	Partielle	Totale	Partielle	Totale
Allemagne	11,8	14,3	15,0	18,1	26,6	32,3	21,3	24,8
Espagne	12,6	14,2	17,0	19,6	27,9	34,2	23,2	27,9
France	n.d.	n.d.	18,6	21,7	34,1	40,4	23,5	29,1
Italie	n.d.	n.d.	13,1	14,7	28,6	31,9	22,7	26,5
Pays-Bas	22,8	24,0	28,2	29,6	41,9	44,1	31,0	33,4
Royaume-Uni	43,2	44,6	44,9	46,4	49,7	51,5	35,6	37,7

n. d. : non disponible.

*Sources : TOF nationaux, calculs des auteurs*

Dès lors qu'on la met en perspective avec les évolutions précédemment constatées, cette spécificité britannique est la conséquence d'un phénomène massif de substitution de produits de taux à des créances sur fonds propres dans la structure finale du patrimoine financier des ménages. Deux explications principales et complémentaires peuvent être avancées. L'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions a conduit les assurances et fonds de pension britanniques à rééquilibrer la composition de leur portefeuille, et ce faisant la structure finale du patrimoine financier des ménages, qui, en début de période, était

<sup>4</sup> en valeur absolue.

constituée à près de 45 % de créances sur fonds propres, soit deux à trois fois plus que dans les cinq pays d'Europe continentale. Si cette réallocation s'est faite au profit des produits de taux, cela est sans doute en partie dû au niveau relativement élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni, en comparaison de ceux observés dans le Reste du monde et notamment dans la zone euro depuis 1999.

Il existe en revanche de très fortes disparités quant à la manière dont les ménages européens détiennent des créances sur fonds propres. En Espagne et en Italie, l'augmentation de la détention totale tient en quasi-totalité à l'accroissement de la détention directe. A l'opposé, au Royaume-Uni, 70 % de la détention de créances sur fonds propres s'effectue depuis 1991 via les intermédiaires financiers non bancaires, dont 90 % de l'activité est réalisée par les assurances et les fonds de pension. Les modalités de détention de créances sur fonds propres par les ménages néerlandais deviennent identiques à celles des ménages britanniques en fin de période, en conséquence d'un net recul de la détention directe. L'importance des fonds de pension et sans doute la convergence de leur structure de portefeuille expliquent les similitudes entre ces deux pays. Enfin, en Allemagne et en France, la hausse de la détention totale est très largement imputable au développement des intermédiaires non bancaires, qu'il s'agisse des OPCVM LT mais aussi des assurances (en unités de compte) et des fonds de pension ; par contre, on ne peut pas dire que cette hausse de la détention soit due à un changement d'attitude de ces intermédiaires, notamment à une prise de risque plus élevée.

La structure de la détention finale de créances sur fonds propres en 2003 est aussi très hétérogène selon les pays considérés. Le Royaume-Uni se distingue par la prépondérance des actions cotées. En Espagne, en France et en Italie, la part des actions non cotées l'emporte. Enfin, en Allemagne et aux Pays-Bas, les actions émises par le Reste du monde dominant. Une tendance commune est toutefois perceptible : la hausse de la détention finale d'actions étrangères, qui traduit l'impact de la globalisation financière sur la composition du patrimoine financier des ménages européens. Rappelons, pour éviter toute ambiguïté, que l'étranger (le Reste du monde) est pour un pays donné tous les autres pays, que ces derniers appartiennent à la zone euro, voire à l'Union européenne, ou non. Il n'y a donc pas de possibilité de conclure ici sur un éventuel approfondissement du marché boursier européen ou sur une éventuelle diversification intra-européenne des portefeuilles d'actions détenus par les européens.

## Evolution de la détention de crédits et créances diverses sur les agents non financiers

En 2003, les crédits et créances diverses sur les agents non financiers représentent de 9 à 17 % de l'affectation partielle (tableau 9). Cette part est relativement stable sur l'ensemble de la période dans tous les pays à l'exception notable des Pays-Bas, où elle dépassait 30 % en 1991. Cette spécificité néerlandaise tient à l'importance des prêts hypothécaires et autres prêts, qui représentaient 18 % des placements des fonds de pension autonomes en 1998 contre 10 % en 2000 et 22 % de ceux des entreprises d'assurance en 2000. A l'opposé, leur part était nulle aux mêmes dates au Royaume-Uni, le seul autre pays de l'échantillon où les fonds de pension ont un rôle significatif. Pour les entreprises d'assurance, leur part est de l'ordre de 1 % dans les autres pays, sauf en Allemagne où elle atteint 10 % en 2000<sup>5</sup>.

**Tableau 9 : Crédits et créances diverses sur les agents non financiers (en % des affectations partielle et totale)**

	1991		1995		1999		2003	
	Affectation		Affectation		Affectation		Affectation	
	Partielle	Totale	Partielle	Totale	Partielle	Totale	Partielle	Totale
Allemagne*	15,6	69,7	14,1	63,6	11,0	52,1	14,9	56,2
Espagne*	12,0	61,3	10,4	56,6	8,9	43,3	11,2	50,0
France*	n.d.	n.d.	11,7	56,0	9,5	36,4	9,5	40,8
Italie*	n.d.	n.d.	12,6	40,8	13,2	36,7	16,7	44,3
Pays-Bas	31,3	60,3	24,2	50,9	15,0	37,1	14,0	43,7
Royaume-Uni	13,6	41,2	12,9	34,9	12,1	30,8	16,9	41,5

\* y compris OPCVM CT pour l'affectation partielle.

n. d. : non disponible.

Sources : TOF nationaux, calculs des auteurs

La part des crédits et créances diverses sur les agents non financiers en pourcentage de l'affectation finale évolue de la même manière dans les six pays de l'échantillon : elle diminue jusqu'en 1999 pour remonter ensuite. Néanmoins, la variation totale sur l'ensemble de la période dépend fortement du niveau initial. Deux groupes de pays se distinguent alors. Le premier, composé de l'Allemagne, l'Espagne, la France et les Pays-Bas, est caractérisé par le niveau initialement très élevé des crédits et créances diverses qui atteint 60 à 70 % de l'affectation finale. Dans ces quatre pays, le recul de l'intermédiation bancaire traditionnelle, ou intermédiation de bilan, est patent. Il se traduit par une chute de 11 à 17 points sur l'ensemble de la période, principalement aux Pays-Bas et en France. Le second groupe réunit l'Italie et le Royaume-Uni, où la part des crédits et créances diverses n'était que de 40 % en début de période<sup>6</sup>. En 2003, celle-ci est demeurée stable outre-Manche tandis qu'elle a augmenté de 4 points en Italie.

<sup>5</sup> Sneijers (2000, 2002a et 2002b).

<sup>6</sup> Concernant l'Italie, il s'agit en fait du niveau en 1995 et non en 1991, compte tenu de la disponibilité des données.

Or, l'intermédiation bancaire totale est la somme de l'activité traditionnelle d'intermédiation de bilan et de l'activité plus récente d'intermédiation de marché. En comparant l'évolution de l'intermédiation bancaire totale (*cf.* tableau 5) à celle de l'intermédiation de bilan qui vient d'être commentée (*cf.* tableau 9), on peut ainsi mettre en évidence l'évolution de la répartition de l'activité des établissements de crédit entre leurs deux grands métiers : l'octroi de crédits (via la collecte des dépôts) et la gestion d'actifs.

Il apparaît tout d'abord que la remontée de l'intermédiation bancaire totale depuis 2000 résulte bien, comme on pouvait s'y attendre, de la progression de l'intermédiation de bilan. Echaudés par l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés d'actions, les ménages européens ont ainsi redécouvert les avantages de placements et d'intermédiaires plus traditionnels et moins risqués. Au-delà, l'évolution de la structure d'activité des établissements de crédit se révèle être très hétérogène en Europe. En Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, l'intermédiation de marché connaît un faible recul. Mais alors qu'outre-Manche l'activité traditionnelle d'intermédiation de bilan demeure stable et relativement faible, elle décroît en revanche très fortement dans les deux autres pays où elle explique l'essentiel de la chute très nette de l'intermédiation bancaire totale. L'Italie se distingue par un net recul de l'intermédiation de marché, associé à une hausse moitié moindre<sup>7</sup> de l'intermédiation de bilan. C'est en France et aux Pays-Bas que la structure d'activité des établissements de crédit a le plus radicalement changé au cours de la période, puisqu'on y observe une chute d'environ 15 points de l'intermédiation de bilan largement compensée par une progression de l'ordre de 10 points de l'intermédiation de marché.

---

<sup>7</sup> En valeur absolue.



## Conclusion

Ce travail de mise à jour de la base de données sur la destination finale du patrimoine financier des ménages dans six pays d'Europe a permis de mettre en évidence un certain nombre d'évolutions structurelles sur la période 1991-2003, qu'il s'agisse de phénomènes de convergence ou au contraire de la persistance de certaines spécificités nationales.

Il apparaît tout d'abord que la part de leur patrimoine financier que les ménages européens confient aux intermédiaires financiers tend à augmenter ou à rester stable au cours de la période. Mais de fortes disparités persistent, puisque le taux d'intermédiation est inférieur à 60 % en Italie alors qu'il culmine autour de 85 % aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. L'accroissement de l'intermédiation non bancaire est un phénomène généralisé à tous les pays et d'une ampleur significative : hausse de 10 points, quel que soit le niveau observé en début de période. L'évolution étant la même partout, cela signifie que les disparités nationales en termes de taux d'intermédiation non bancaire constatées au début des années quatre-vingt-dix se retrouvent en 2003. On distingue ainsi trois groupes de pays : l'Espagne et l'Italie à 25 %, l'Allemagne et la France à 40 % et enfin les Pays-Bas et le Royaume-Uni où le rôle des intermédiaires non bancaires est prépondérant puisqu'il atteint 60 %.

La détention finale de créances sur les fonds propres converge nettement vers un niveau de 30 % dans les six pays de l'échantillon. Cependant, les modalités de cette détention évoluent de manière très différente suivant les pays. Il n'y a qu'en Espagne et en Italie que la détention directe s'est fortement accrue, ce qui est cohérent avec le faible rôle joué par les intermédiaires non bancaires. A l'inverse, au Royaume-Uni, la détention de créances sur fonds propres s'effectue indirectement à hauteur de 70 % dès le début des années 1990. Cela tient en quasi-totalité au rôle déterminant des entreprises d'assurance et surtout des fonds de pension. C'est d'ailleurs l'importance des fonds de pension ainsi que la convergence de leur structure de portefeuille qui explique que ces caractéristiques du patrimoine financier des ménages britanniques deviennent également celles des ménages néerlandais en fin de période.

La convergence est moins évidente en ce qui concerne la détention totale de produits de taux, qui s'établit entre 20 et 30 % en 2003. L'accroissement du rôle des intermédiaires non bancaires dans la détention indirecte de produits de taux est observée dans tous les pays, sauf en Allemagne.

Enfin, l'évolution de la détention finale de crédits et créances diverses sur les agents non financiers comparée à celle de la part de l'intermédiation bancaire montre que les établissements de crédit répartissent différemment leur activité entre leurs différents métiers. C'est en France et aux Pays-Bas que les établissements de crédit ont modifié le plus radicalement leur activité en compensant les deux tiers du fort recul de l'intermédiation traditionnelle de bilan par une nette progression de l'intermédiation de marché.

La structure du patrimoine financier des ménages fournit donc des éléments essentiels pour comparer les différents systèmes financiers nationaux entre eux. De ce point de vue, les pays d'Europe et de la zone euro sont loin de présenter des caractéristiques homogènes. Comme le soulignent notamment Allen *et al.* (2004), la distinction entre systèmes orientés vers la banque et systèmes orientés vers les marchés est trop simpliste. Les résultats obtenus ici tendent à confirmer l'importance du rôle joué par les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurance et les fonds de pension. Ainsi, bien que fréquemment qualifiés de systèmes orientés vers les marchés, les Etats-Unis et le Royaume-Uni présentent pourtant des caractéristiques très différentes. Les marchés d'actions sont en fait relativement<sup>8</sup> plus développés outre-Manche qu'outre-Atlantique à l'inverse des marchés de dette, notamment privée. Quant à la détention de titres, elle est très largement directe aux Etats-Unis (Boutillier *et al.* 2002), tout comme en Italie, alors qu'elle est essentiellement indirecte au Royaume-Uni ainsi qu'aux Pays-Bas. Cependant la dimension institutionnelle du patrimoine financier des ménages n'explique pas tout, l'existence d'une industrie développée de fonds de pension n'induit pas nécessairement une large intermédiation du patrimoine financier des ménages.

---

<sup>8</sup> En termes de capitalisation rapportée au PIB.



## **Bibliographie**

Allen F., Chui M. et Maddaloni A. (2004), « Financial Systems in Europe, the USA, and Asia », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, n° 4.

Boutillier M. *et alii* (2002), « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur », *Economie et Statistique*, 354, 85-102.

Boutillier M. *et alii* (2001), « La destination finale de l'épargne des ménages européens », *note finale du contrat du MODEM et du GEAPE avec l'Observatoire de l'Epargne Européenne*, janvier.

Garnier O. *et alii* (2002), *La place des actions dans le patrimoine des ménages. Mesure et comparaisons internationales*, rapport du groupe de travail présidé par Olivier Garnier, Commissariat Général du Plan, La Documentation Française, décembre.

Sneijers P. (2000), « Statistiques des fonds de pension », *Statistiques en bref*, Thème 4, 13/2000, Eurostat.

Sneijers P. (2002a), « Statistiques des fonds de pension », *Statistiques en bref*, Thème 4, 36/2002, Eurostat.

Sneijers P. (2002b), « Statistiques des services d'assurance », *Statistiques en bref*, Thème 4, 43/2002, Eurostat.







**Observatoire de l'Épargne Européenne**

33 rue de Miromesnil • 75008 Paris • France • Tel: +33 (0)1 43 12 58 00 • Fax: +33 (0)1 43 12 58 01

E-mail : [contact@oee.fr](mailto:contact@oee.fr) • [www.oee.fr](http://www.oee.fr)

Siret : 424 667 947 00016