

POINTS DE REPÈRE SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS DES ENTREPRISES FRANÇAISES

DANIEL SZPIRO,

SERVICE DES ETUDES, COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE

La situation française se caractérise, comme celle de l'Allemagne, par une faible part des fonds propres diffusée de façon publique sur un marché organisé des actions. La capitalisation boursière à la fin du mois de décembre 1990 est de 1 561 Mds de F à Paris, et 1 717 Mds de F à Francfort, contre 4 458 Mds de F à Londres et 14 297 Mds de F à Tokyo (COB [1990]). A côté de ce marché organisé des actions, il existe une masse de fonds propres en actions (hors actions de SICAV) qui est évaluée à 11 176 milliards de francs pour l'économie nationale en 1990 (cf. Banque de France [1991]). A cette date, seulement 12 % des actions étaient présentes sur le marché boursier. Une partie des 88 % d'actions restantes constitue un gisement susceptible de recourir un jour au marché. Il est donc important de connaître la demande et l'offre, tant pour les actions cotées que pour les actions non cotées. Ces deux aspects vont être examinés successivement.

29

LA DEMANDE D'ACTIONS

Les actions, cotées ou non cotées, sont détenues surtout par les entreprises et par les ménages. Ces deux clientèles ont bien entendu des motivations et des comportements différents, aussi est-il important de connaître la répartition des actions par catégorie d'agents.

Les comportements de détention sont différenciés selon que les actions sont cotées ou pas. Globalement, les entreprises appartiennent principalement aux entreprises : les actions à l'actif des entreprises non financières (les SQS hors GEN) sont équivalentes à 70 % de leur passif en action (cf. INSEE [1990], p. 48). Le montant des actions de l'économie française se répartit à raison de 2/3 au passif des SQS et 1/4 au passif des institutions financières. Presque la moitié de ces actions sont possédées par les SQS, et un peu plus du quart sont possédées par les ménages (cf. tableau 1).

Par contre, la répartition de la détention d'actions *cotées* offre une image différente : au premier trimestre 1991, les ménages possèdent 33 % des actions cotées, et les entreprises n'en détiennent que 17 % (*cf. tableau 2*).

Tableau 1

RÉPARTITION DES ACTIONS * PAR CATÉGORIE D'AGENTS (EN 1990)

Agents	Actifs	Passifs
Société et quasi-sociétés	54	77
Institutions financières et Assurances	8	14
Administrations publiques	4	0
Ménages Administrations privées	23	0
Reste du monde	11	9
Ensemble	100	100

* Et autres participations hors SICAV.
Source : TOF, Banque de France [1991].

30

Tableau 2

RÉPARTITION DES DÉTENTIONS D' ACTIONS FRANÇAISES COTÉES EN 1991

Agents	Encours des portefeuilles titres
Société et quasi-sociétés	17,1
Etablissement de crédit et assimilés, OPCVM (dont OPCVM)	22,3 (12,3)
Assurances et caisses de retraites	3,3
Associations et groupements divers	0,7
Ménages	32,5
Non-résidents	24,1
Ensemble	100

Source : M. Choctron [1900]

La demande d'actions des entreprises

Deux motivations sont à l'origine de la détention d'actions de la part des entreprises : les placements financiers à court-terme et la volonté de participation à la gestion d'une autre entreprise, c'est-à-dire la formation d'un groupe.

Le fait que les entreprises détiennent principalement des actions non cotées (à raison de 83 % en 1990, *source* : TOF, Banque de France) indique que le placement financier n'est pas la raison principale de détention. La comptabilité privée des entreprises confirme ce jugement (*cf. R. Hardy-Dessources et S. Monteiro [1990]*). Etablie au coût historique, elle minore certainement la valeur réelle des participations inscrite au bilan. Les participations et autres créances associées représentent pourtant environ 2 fois le montant des valeurs mobilières de placements (qui incluent en outre les actions détenues à court terme, les OPCVM monétaires). De plus, le taux de rotation¹ du portefeuille en actions des entreprises est cinq fois plus faible que celui des ménages (13 % au lieu de 67 %) (*cf. V. Sue [1991]*). Toutes ces indications convergent pour montrer que la demande d'actions des entreprises a des déterminants différents de la demande de placement des ménages.

Plusieurs facteurs déterminent la demande d'acquisition des entreprises : une politique de croissance, la réalisation de rendements d'échelle, la poursuite d'un objectif de monopole et plus généralement la maximisation du profit. Ce dernier objectif est de nature à accroître l'efficacité économique du tissu productif lorsqu'il n'est pas réalisé grâce à une position dominante. Le changement de propriété de l'entreprise permettrait une meilleure correspondance entre les potentialités de l'entreprise et les avantages comparatifs qui caractérisent le gérant et le propriétaire (*F.R. Lichtenberg & D. Siegel [1987]*). Aux Etats-Unis, cette théorie a été confirmée empiriquement : les entreprises qui ont changé de propriétaire connaissent, avant rachat, un niveau de productivité plus faible que celles qui n'ont pas été rachetées, et la croissance de la productivité après rachat est plus forte, si bien qu'après quatre années, environ la moitié du handicap de productivité est rattrapée. En France, de telles observations directes ne sont pas disponibles. On observe cependant de façon indirecte que les secteurs qui se concentrent le plus ont davantage de gains de productivité et améliorent leurs performances à l'exportation, relativement aux secteurs qui ne se concentrent pas (*Cf. M. Amar & V. Thollon-Pomerol [1989] et M. Amar [1989].*)

Lors du rachat d'une entreprise en Bourse, l'entreprise cible et — dans une moindre mesure et de façon plus aléatoire — l'entreprise acheteuse voient la valeur de leurs actions augmenter (*cf. P. Charlety — Lepers [1990]*).

¹ (Achats + Souscriptions + Ventes)/Encours moyens du portefeuille, en 1990.

Dans la mesure où les rachats peuvent se déterminer plus facilement lorsque les actions sont échangeables sur un marché public, la cotation en Bourse exerce un impact positif sur l'efficacité économique de ces opérations.

La demande d'actions des ménages

Les achats d'actions dépendent d'une part de l'épargne globale des ménages et d'autre part de l'allocation de cette épargne entre les produits financiers. Ces deux étapes peuvent être considérées comme ayant des déterminants propres.

L'épargne globale des ménages

Le taux d'épargne des ménages a fortement chuté vers le milieu des années 1980, alors que le taux d'épargne des sociétés commençait à se relever (*cf. tableau 5*). Le taux d'épargne financière des ménages suit une évolution similaire.

Tableau 3

ÉPARGNE DES MÉNAGES ET DES SOCIÉTÉS

	1970	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Taux d'épargne des ménages (en %)	18,7	20,2	17,6	14,0	12,9	10,8	11,4	11,6	12,0
Taux d'épargne financière des ménages (en %)	5,8	7,7	5,1	4,8	3,5	1,6	2,4	2,0	2,5
Taux d'épargne des SQS (en % de l'EBE)	16,7	12,5	12,0	12,8	15,9	16,7	18,2	17,5	16,4

Source : TOF, Comptes Nationaux (INSEE [1991]).

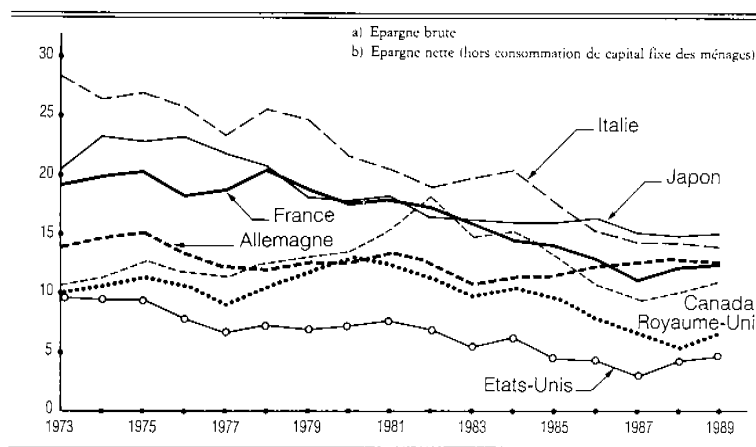
A des degrés divers, les principaux pays de l'OCDE connaissent aussi une évolution à la baisse du taux d'épargne entre les années 1970 et 1980² (*voir graphique*).

Les causes de cette baisse de l'épargne sont théoriquement nombreuses, mais empiriquement difficiles à établir.

² L'évolution du taux d'épargne canadien est plus fluctuante et rend ce résultat moins net pour ce pays.

Graphique 1

ÉPARGNE DES MÉNAGES EN POURCENTAGE DU REVENU DISPONIBLE



Source : OCDE, 1990

a) La hausse du taux d'intérêt réel a un effet théoriquement ambigu : d'une part elle incite à épargner davantage (c'est l'effet de substitution intertemporelle), d'autre part, elle accroît la richesse des ménages qui détiennent des actifs financiers, ce qui permet de consommer plus. Le modèle Amadeus de l'INSEE [1991] et les tests de co-intégration (Bloch L. de Maurel F. [1991]) font ressortir une influence *négative* du taux d'intérêt sur l'épargne³, mais le plus souvent les autres études omettent cet effet. Il existe en fait peu de preuves empiriques de l'effet du taux d'intérêt réel sur l'épargne (cf. la synthèse de P. Artus et alii [1991]).

b) Un taux d'inflation élevé rend l'épargne nécessaire pour reconstituer les encaisses réelles des agents. C'est un facteur susceptible d'expliquer la baisse du taux d'épargne en France depuis le milieu des années 1980. Il convient cependant de remarquer que les équations d'épargne incluant le taux d'inflation ne parviennent pas à inclure aussi des variables de patrimoine financier, ce qui fragilise l'interprétation. Il faut aussi garder à

³ Cela est parfois interprété par le fait que les ménages envisageraient moins d'épargner pour leur logement. Cette explication comporte des éléments de fragilité lorsque le logement n'est pas présent dans l'équation d'épargne. De plus, l'investissement logement sur le revenu est lié négativement au taux d'intérêt réel, ce qui tend à affaiblir cette interprétation si l'on assimile investissement logement et épargne logement (voir plus loin pour une description de cette dernière notion).

l'esprit que les liquidités non rémunérées (M1) ne représentent, en 1984, que 5 % du patrimoine des ménages et cette proportion tend à baisser. Parallèlement à la modélisation micro-économique de l'épargne, on peut relever deux causes principales à l'épargne longue : la retraite et l'achat de logement.

c) L'épargne retraite est une forme particulière du modèle de cycle de vie (ou du modèle de revenu permanent), qui prévoit une hausse de l'épargne en milieu de vie pour couvrir la consommation future pendant l'âge de la retraite. Une modification de cette épargne résulte soit d'un changement structurel du mode de financement de la retraite (par exemple une modification du poids respectif de la répartition et de la capitalisation), soit à structure égale d'une modification de la structure démographique de la société.

En France, les changements structurels du financement de la retraite qui pourraient être anticipés à l'heure actuelle sont liés à la diffusion du Livre blanc sur les retraites en 1991. Les prévisions démographiques montrent un déséquilibre futur du système de retraite par répartition, à politique économique inchangée. Les ménages seraient donc incités à prévoir que si un changement structurel se produit, ce sera en faveur d'un rôle accru de la capitalisation. Contrairement à ce qui est observé, cela devrait améliorer le taux d'épargne actuel. Cette explication structurelle n'est donc pas satisfaisante.

Les structures démographiques jouent seulement à long terme, ou sur les différences internationales. Les pays se distinguent en effet assez nettement en fonction de ce critère, comme l'indique le tableau 4 tiré de A. Galibert et J. Le Dem [1989].

Tableau 4

DÉTERMINANTS STRUCTURELS DU TAUX D'ÉPARGNE (MOYENNE 1977-1985)

	E.-U.	Japon	RFA	France	R.-U.
Population de plus de 65 ans (en % du total)	11,3	9,3	15,1	13,3	14,9
Taux d'activité des plus de 60 ans (en % du total)	21,0	34,7	8,6	11,0	15,8
Retraites versées/PIB (en %)	8,7	5,3	11,0	12,0	10,5
Taux d'épargne hors FBCF des EI	8,3	19,2	12,4	12,8	10,0
Taux d'épargne corrigé *	9,6	17,9	11,9	10,3	6,2

* Le taux d'épargne est corrigé de l'épargne retraite privée, des dépenses de santé et de biens durables, et de la dépréciation des encaisses liquides nettes.

Source : A. Galibert et J. Le Dem (1989).

Le Japon a une faible proportion de sa population âgée de plus de 65 ans et le taux d'activité des plus de 60 ans est élevé, ce qui permet à ce pays d'épargner davantage. Le Royaume-Uni par contre a une composante de la population de plus de 65 ans plus importante et un taux d'activité des plus de 60 ans deux fois plus faible, ce qui contribue à un faible taux d'épargne.

La structure démographique d'un pays est une donnée qui ne se déforme que très lentement. Ce facteur ne peut donc être tenu pour responsable du déclin prononcé du taux d'épargne dans les années 1980. L'effet démographique a été analysé précisément aux Etats-Unis (*Bosworth B., Burless G. & Sabelhaus J. [1991]*) grâce à des enquêtes sur l'épargne par tranche d'âge. Il est ainsi observé que la baisse du taux d'épargne touche chaque tranche d'âge (sauf peut-être les 25-34 ans) : il y a donc bien une causalité indépendante de la structure démographique. De plus, une simulation de l'évolution du taux d'épargne entre les années 1970 et 1980 effectuée à structure d'âge constante montre que la structure démographique n'a que très peu influencé cette évolution (*tableau 5*).

Tableau 5

SIMULATION D'ÉVOLUTION DU TAUX D'ÉPARGNE AUX ETATS-UNIS

35

Périodes	Taux constaté	à structure par âge constante	à structure par âge et revenu relatif constants
1972-1973	15,1	15,1	15,1
1982-1985	10,8	11,1	11,0

Source : Bosworth B., Burless G. & Sabelhaus J. (1991).

En France, sur la période 1970-1989, les modifications de la structure démographique ne semblent pas non plus modifier l'épargne globale des ménages (*cf. NGuyen K. et Pucci M. [1991]*). C'est ce qui ressort du caractère non significatif de la variable « part des 45-64 ans dans la population totale » lorsqu'elle est testée sur une équation d'épargne ⁴.

La baisse du taux d'épargne ne trouve donc pas son origine dans les effets de la structure démographique qui évolue beaucoup plus lentement que le phénomène à expliquer.

⁴ Une distinction plus fine de la population en 5 groupes d'âge (16-24 ans, 25-39 ans, 40-54 ans, 55-64 ans et plus de 65 ans) corrobore ce résultat.

d) Les dépenses en logement constituent un deuxième motif à l'épargne de long terme. Cela est surtout vrai lorsque cette épargne prend la place d'une consommation. Si au contraire la substitution s'effectue à l'encontre de l'épargne financière, le taux d'épargne global n'est pas affecté. Les tests empiriques ne permettent pas de conclure avec certitude sur ce phénomène. Les équations du taux d'épargne contenues dans les modèles économétriques (INSEE, OFCE) ne font pas ressortir d'effet de l'investissement en logement. Une tentative en ce sens est néanmoins présentée par Sterdyniak H. (1987). L'investissement en logement se substituerait pour moitié à de la consommation et pour moitié à l'épargne. Cet effet est cependant très proche de celui créé par la croissance du revenu réel, ce qui explique qu'il n'a pas été retenu. Aux États-Unis, il est possible qu'à long terme le taux de possession accru du logement explique une baisse de l'épargne (cf. B. Bosworth, G. Burtless & J. Sabelhaus [1991]), mais la rupture qui s'est produite très rapidement au milieu des années 1980 ne peut être liée à une évolution aussi lente.

En France, la notion d'épargne-logement a pu être appréhendée⁵ (Dessaint J. [1991]). L'épargne consacrée au logement représente en 1989 environ 84 % de l'épargne des ménages. On observe une baisse jusqu'en 1982 mais une remontée depuis, avec une baisse continue depuis le début des années 1970 de la constitution d'apport qui est compensée en fin de période par la hausse des remboursements de crédits. Cependant, l'épargne financière a nettement diminué depuis le début des années 1980, et la baisse du taux d'épargne global ne saurait être expliquée par le logement, car en particulier les remboursements d'emprunts continuent à courir.

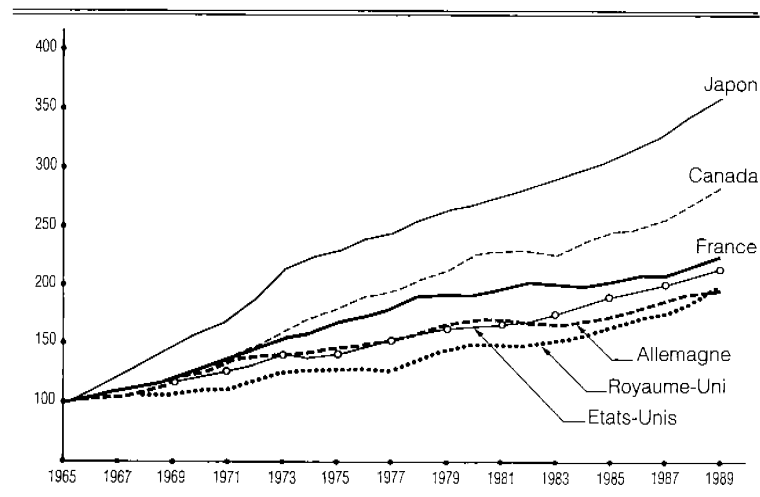
e) En regard de ces incertitudes, l'effet du passage à un nouveau régime de croissance est une explication souvent avancée. La baisse du taux d'épargne reflèterait aux États-Unis une moindre croissance de l'économie (B. Bosworth, G. Burtless & J. Sabelhaus [1991]). En France, on constate en outre un mouvement de ciseaux entre l'évolution du taux d'épargne des ménages et celui des sociétés qui est remarquable (cf. tableau 3 ci-dessus) ; le taux d'épargne privée est beaucoup plus stable. La rigidité des comportements de dépenses conduit les ménages à compenser la décélération du revenu par une baisse du taux d'épargne pour maintenir la consommation. Une rupture du rythme de croissance du revenu réel des ménages apparaît dans la plupart des pays développés soit lors du premier choc pétrolier, soit à la fin des années 1970 (voir graphique). La volonté de maintenir constant le rapport patrimoine/revenu conduit à diminuer le taux d'épargne (épargne/

⁵ L'épargne-logement est différente de l'investissement-logement car elle est étalée dans le temps à travers la constitution d'un apport personnel et les remboursements d'emprunts. D'autre part, l'achat d'un logement ancien est le plus souvent lié à une épargne alors qu'il n'entre pas en ligne de compte pour le calcul de la FBCF-logement.

revenu) lorsque le rythme de croissance du revenu décélère (cf. M. Boutiller & F. Charpin [1986]). Il n'est cependant pas sûr que toute l'ampleur du phénomène soit expliquée ainsi.

Graphique 2

REVENU RÉEL DISPONIBLE DES MÉNAGES (INDICE 100 EN 1965)



37

Le seul consensus qui semble bien ancré est qu'il est difficile d'agir sur le niveau de l'épargne, mais qu'il est possible de modifier sa répartition.

La répartition de l'épargne des ménages

Alors que le taux d'épargne globale passait de 17,6 % à 14,0 % de 1980 à 1985 et que l'encours total d'actifs des ménages augmentait de 62 %, la détention d'actions entre ces deux dates triplait (cf. tableaux 3 et 6), grâce en partie à un effet de revalorisation (multiplication des cours par 2,2). Les facteurs liés à la répartition de l'épargne sont donc, sur cette période, prépondérants dans la détermination du volume d'actions possédé par les ménages.

Tableau 6

ACTIFS FINANCIERS ET ACTIONS DÉTENUS PAR LES MÉNAGES

	1970	1975	1980	1985	1986	1987	1988
Actions et autres participations, encours en fin d'année (Mds F)	232,6	230,4	418,7	1 431,5	2 347,1	2 187,7	3 314,7
Actions et autres participations, évolution	—	-1 %	+82 %	+242 %	+64 %	-7 %	+52 %
Part des actions et autres participations dans l'ensemble des actifs financiers	26 %	15 %	14 %	27 %	35 %	33 %	40 %
Evolution de l'ensemble des actifs financiers	—	+71 %	+94 %	+83 %	+25 %	0 %	+23 %

Source : TOF, Comptes Nationaux (INSEE [1991]).

Le montant global résulte de la diffusion des produits financiers et de la valeur moyenne du portefeuille qui seront décrits dans la partie ci-dessous. Le comportement des ménages vis-à-vis des actions sera présenté dans la partie suivante.

Les actions peuvent être détenues directement ou *via* des OPCVM actions.

En France, la proportion d'actionnaires dans la population totale est de 10 % en 1991, contre 19 % au Royaume-Uni, 8 % au Japon et entre 14 % et 20 % aux Etats-Unis (cf. COB [1991]). En France comme au Japon, la diffusion directe du produit action est donc encore limitée.

La détention indirecte d'actions (grâce aux OPCVM-actions) touche 5,5 millions de détenteurs en France, en 1991. Le placement collectif a été une innovation financière majeure qui permet de réduire le risque d'un petit portefeuille en préservant son rendement.

Le montant moyen du portefeuille actions n'est pas connu. Tout au plus peut-on avancer quelques calculs très approximatifs. L'enquête sur les comptes titres de la Banque de France fait apparaître en 1991 un montant moyen en action de 28 000 F par compte titre (cf. M. Chocron [1991]). Cependant, les comptes-titres comprennent à la fois les actions, les obligations et les OPCVM, et un redressement est donc nécessaire pour évaluer le montant du portefeuille en actions. L'enquête Commission des

Opérations de Bourse-Banque de France indique que le nombre d'actionnaires directs représente 42 % du nombre de porteurs de valeurs mobilières. En appliquant ce pourcentage aux données de l'enquête-titres, on obtient un portefeuille moyen en actions égal à 67 000 F⁶.

Au Royaume-Uni, on ne connaît que la répartition des actionnaires par tranche de portefeuille, avec une tranche extrême commençant à 50 000 GBP (*Office of Population Censuses and Surveys [1991]*). Un calcul approximatif du montant moyen du portefeuille aboutit au chiffre de 60 000 F⁷.

On peut donc considérer que le montant des portefeuilles moyens britannique et français sont du même ordre de grandeur. La différence entre les deux pays réside principalement dans la moindre diffusion du produit « actions » dans les ménages français.

Le comportement des ménages

Les comportements vis-à-vis des actions peuvent être appréhendés de façon subjective, à travers les enquêtes d'opinion, ou de façon plus objective, grâce à l'estimation de modèles de choix de portefeuille. Ces deux approches sont complémentaires.

Une enquête menée en 1986 (*cf. S. Lollivier et D. Verger [1987 b]*) montre que les ménages qui possèdent des actions considèrent principalement que ce produit offre des avantages en termes de plus-values ou d'augmentation de capital (33 % des réponses) et que la gestion de ce produit est intéressante, qu'il y a un plaisir du jeu (13 % des réponses). Le rapport direct en dividendes ou intérêts est moins souvent cité que pour les autres valeurs mobilières (14 % des réponses pour les actions, mais 22 % pour les SICAV, 35 % pour les obligations et 39 % pour les bons).

L'avantage principal trouvé aux OPCVM est de nature fiscale (38 % des réponses), alors que l'absence de risque n'est citée que dans 9 % des réponses (contre 3 % pour les actions et 17 % pour les obligations). La simplicité du produit est un facteur avancé par 16 % des ménages (contre 17 % pour les obligations). L'ensemble des valeurs mobilières (hors bons) est surtout considéré comme un placement destiné à assurer la préservation ou l'augmentation du capital (39 % des réponses) ou comme une réserve pour les vieux jours (25 % des réponses).

Les non-possesseurs de valeurs mobilières avancent massivement comme raison le manque d'argent pour diversifier (61 % des réponses), et seulement

⁶ Une source d'erreur supplémentaire vient du fait qu'une personne peut avoir des comptes dans plusieurs établissements.

⁷ Elle correspond à la moyenne pondérée par la répartition concernée des détenteurs du centre de chaque tranche de portefeuille répertoriée, sauf pour la dernière tranche où la borne inférieure est utilisée. Une autre source d'erreur réside aussi dans les non-réponses. Cette évaluation est probablement en-dessous de la vérité.

16 % des ménages invoquent le manque de connaissance du produit (*cf. Lollivier et D. Verger [1987 a]*).

La détention de valeurs mobilières, et en particulier la détention d'actions, correspond donc bien à un placement à long terme, alors que l'épargne de précaution se place surtout en livret ou compte d'épargne.

D'un point de vue plus théorique, il est considéré que le partage de l'épargne financière entre différents produits est destiné à concilier une rentabilité attendue à un risque modéré. Le modèle de choix de portefeuille explique ainsi la part détenue en actions en fonction des rendements des actions et des placements alternatifs, des risques attachés à l'ensemble des placements (variances et covariances des rendements) et de la richesse totale à partager.

L'estimation de ce modèle sur données françaises à partir de 5 produits financiers (M2-M1, M3-M2, L-M3, Actions, Obligations), montre d'abord qu'il existe trois groupes de placements relativement indépendants (*cf. Lantiéri et P. Rivière [1989]*), qui correspondent aux différentes qualités accordées par les ménages lors de l'enquête. L'épargne logement (la quasi-totalité de L-M3) n'entre pas en concurrence avec d'autres produits : il a sa logique propre liée à l'acquisition d'immobilier. Le groupe M2-M1 et M3-M2 correspond plus à une épargne de précaution, relativement liquide. Enfin, l'ensemble actions-obligations semble bien suivre une détermination en terme de choix de portefeuille, en fonction du rendement relatif des produits, mais avec des délais d'ajustements assez longs. La richesse ne semble pas jouer dans le partage actions-obligations, mais cela provient peut-être d'un artefact lié aux délais d'ajustements.

La prise en compte des effets de la réglementation (plafond sur livret ou sur dépôt à terme) semblerait réhabiliter la notion d'arbitrage entre liquidité d'une part et actions-obligations d'autre part (*cf. P. Artus et E. Bleuze [1989]*).

Une étude plus récente confirme l'effet des rendements sur le partage entre actions ou actifs étrangers et actifs non risqués (*cf. J. Henry, I. Odonnat et R. Ricart [1991]*). Cependant le seul rendement ne peut expliquer tout le phénomène, en particulier l'accroissement transitoire du revenu aurait tendance à se placer d'abord en actifs non risqués. D'autre part, l'explication du partage entre actifs risqué et non risqué en terme de richesse constitue une alternative possible à l'effet des rendements (*J. Henry [1990], p. 13*).

L'ensemble de ces études conclut à un effet des rendements (en général mesuré après fiscalité) sur la détention d'action. L'importance de la richesse sur le coefficient de partage entre actions et autres placements est par contre difficile à faire ressortir sur donnée temporelle. Elle apparaît cependant sur données d'enquête en coupe instantanée, la richesse semble donc jouer un rôle structurel, que l'on peut assimiler au très long terme, mais apparaît

difficilement sur la détention d'action sur un horizon de la dizaine d'années.

L'allocation de l'épargne entre les différents produits financiers dépend des rémunérations et du risque associé à chaque type de placement. Cela est surtout vérifié empiriquement en ce qui concerne le partage entre détention d'actions ou d'obligations (*cf. C. Lantiéri et P. Rivière [1989]*) ou entre actifs risqué et non risqué (*J. Henry, I. Odonnat & R. Ricart [1991]*) qui est correctement décrit par un modèle de choix de portefeuille. D'un point de vue plus descriptif, il apparaît aussi que les mesures fiscales visant à relever le rendement des actions après impôts ont été efficaces, et ont permis d'améliorer la diffusion des actions (*cf. COB [1991b]*).

L'OFFRE D'ACTIONS

L'aspect offre du marché des actions est le plus mal connu, mais ce n'est probablement pas le moins important. Cette offre résulte d'une part du choix entre le financement de l'entreprise par endettement ou par fonds propres ; et d'autre part de l'importance des actions cotées dans le montant global de fonds propres.

Les fonds propres des entreprises

Les fonds propres sont nécessaires à la croissance de l'entreprise. Grâce à eux, les risques inhérents à la marche des entreprises sont assumés par ceux qui prennent les décisions : les actionnaires munis de leurs droits de vote. Symétriquement, l'endettement n'est possible que dans la mesure où une proportion acceptable de fonds propres existe parallèlement pour réduire le risque de non-remboursement.

La théorie économique ne permet pas de déterminer quel est le fonds propre optimal d'une entreprise. Le niveau des fonds propres des entreprises françaises peut cependant être apprécié soit sous un angle comparatif, soit en avançant des critères plus absolus. La première démarche consiste à évaluer la position concurrentielle de la structure financière des entreprises françaises par rapport à d'autres pays (*voir ci-dessus*) ; la deuxième voie d'approche — en terme absolu — est plus délicate. S'il n'y avait pas de coûts spécifiques aux fonds propres, par exemple des incitations fiscales ou à l'inverse la non déductibilité des dividendes distribués associée à la déductibilité des intérêts versés, la structure financière qui minimise les risques est celle qui est uniquement composée de fonds propres⁸. Mais cet

⁸ Rappelons que préconiser un endettement maximal pour faire jouer l'effet de levier sur la rémunération des fonds propres revient à considérer qu'il n'y a pas de risque de fluctuations des résultats, ou que les gérants ou les actionnaires y sont indifférents. La théorie de Modigliani-Miller [1958] sur l'équivalence entre endettement et fonds propres en l'absence de risque de faillite consiste à montrer que l'effet de levier accroît l'espérance moyenne de rendement des fonds propres pour compenser le risque encouru, et que la valeur de financement, la volonté d'éviter le risque de faillite conduit à accroître les fonds propres.

objectif de minimisation des risques ne saurait évidemment être seul à prendre en compte. Face à l'absence de consensus théorique définissant le « bon » niveau de fonds propres, il sera proposé un essai d'évaluation du montant d'investissement non réalisé du fait de l'insuffisance des fonds propres (*voir ci-dessus*).

Une comparaison internationale des fonds propres des entreprises

Quoiqu'imparfaite en raison de l'absence de règles comptables harmonisées à l'origine, la banque de données BACH de la Commission des Communautés européennes offre néanmoins des informations intéressantes sur la France, la Belgique, la RFA et le Japon (*cf. encadré pour la description des données et la définition des capitaux propres*).

Les capitaux propres des industries de production et du commerce n'apparaissent pas se situer en France à un niveau alarmant. En atteignant 24 % du total du bilan en 1987⁹, ils se situent en retrait par rapport à la Belgique (38 %), mais restent devant le Japon (21 %) et la RFA (18 %) ¹⁰, (*voir tableau 7*).

42

Tableau 7

PART DES CAPITAUX PROPRES DANS LE TOTAL DU BILAN (EN %)
(INDUSTRIES DE PRODUCTION PLUS COMMERCES)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989
RFA	17	17	18	18	—	—
FRANCE	17	18	20	24	27	28
JAPON	19	20	21	21	21	22
BELGIQUE	34	36	38	38	37	37

Source : BACH (*voir encadré*).

⁹ Des données plus récentes ne sont pas disponibles en ce qui concerne la RFA. Au Japon et en France, un renforcement des fonds propres est observé jusqu'en 1989 (dernière année connue), sans que les positions relatives soient inversées.

¹⁰ Le rapport du Conseil Economique et Social de J.P. Escande (1991) cite une étude de KPMG qui aboutit à un classement des pays différent : la RFA et le Japon seraient mieux placés que la France. Ces conclusions s'appuient sur les données d'environ 120 entreprises par pays. Elles sont donc probablement moins fiables que celles issues de BACH où le nombre d'entreprises est de 67 900 pour la RFA. Par ailleurs, A. Icard (1991) établit un classement différent à partir des données de l'OCDE : la RFA serait caractérisée par plus de fonds propres. La différence réside principalement dans le classement des provisions pour retraites en fonds propres (*cf. encadré*).

LA BANQUE DES COMPTES HARMONISÉS (BACH)
DE LA COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Les Communautés européennes ont constitué une banque de données appelée « BACH » à partir de données tirées de comptes d'entreprises agrégés. Ces données ont été fournies par les Etats-Membres, ainsi que par le Japon et les Etats-Unis. Il a été fait appel aux organismes nationaux du type « Centrale de bilans », qui ont fourni à la Commission leurs fichiers de données agrégées sectoriellement.

Les sources originelles de données, avant retraitement par la Commission, et le nombre d'entreprises de l'échantillon, sont présentés dans le tableau ci-dessous.

Pays	Sources de données	Nombre d'entreprises
RFA	Deutsche Bundesbank	67 900 (en 1987)
France	Banque de France	16 662 (en 1988)
Japon	Ministry of Finance	1 905 317 (en 1987)
Belgique	Banque nationale de Belgique	81 830 (en 1988)

43

Deux limitations de ces données doivent être présentes à l'esprit pour juger de la fiabilité des résultats.

En premier lieu, les données du Royaume-Uni, des Etats-Unis et des Pays-Bas ne sont pas comparables à celles des autres pays. Les firmes semblent moins endettées que leurs homologues européennes, mais leurs comptes sont consolidés au niveau mondial. Les dettes et créances réciproques entre les sociétés d'un même groupe sont ainsi éliminées. Ces pays ont donc été exclus de la comparaison.

Plus généralement, dans les pays retenus, les données sont agrégées sur l'ensemble des firmes. Ainsi, des notions comme l'endettement net de l'ensemble des entreprises ne peuvent être appréhendées, car il n'y a pas élimination des comptes réciproques.

En second lieu, les données figurant dans la banque de données ne sont pas exhaustives (sauf en Belgique), contrairement aux données de comptabilité nationale. Elles sont donc plus fragiles.

Les capitaux propres

La définition des capitaux propres est celle généralement admise. Ce sont des éléments de passifs non remboursables et dont une partie au moins de la rémunération est liée aux résultats de l'entreprise. Ainsi, il faut garder à l'esprit que les provisions pour retraites qui, d'une part, sont remboursables

aux salariés sous forme de pensions et qu'en outre, font l'objet d'une rémunération fixe (de l'ordre de 6 %, ce qui n'est pas négligeable compte-tenu du faible taux d'inflation allemand sur longue période) sont classées en endettement.

Ce point de vue économique sur la nature des provisions est corroboré par le Droit. Les provisions pour retraites ne sont pas classées en fonds propres dans les bilans. En cas de faillite elles sont considérées comme une créance privilégiée, remboursable après (i) les salaires, (ii) les autres rémunérations des salariés (« dédommagement » pour brevet fournis, par exemple), (iii) les provisions dues à des représentants de commerce de l'entreprise. Les provisions viennent en quatrième lieu, avant les dettes dues aux assurances sociales.

L'ensemble des provisions pour risques et charges s'élève à 19 % du bilan en 1987 pour la RFA, contre 3 à 4 % pour les autres pays. Il convient de noter que d'autres sources de données ont pris le parti inverse d'inclure l'ensemble des provisions dans les capitaux propres (OCDE : *Comptes des entreprises financières*), ce qui est de nature à changer les classements entre pays. Ces données, issues de la comptabilité privée, sont établies en coût historique contrairement aux données de comptabilité nationale.

Les différences entre pays ont leurs sources dans des spécificités institutionnelles bien connues : les banques et les entreprises sont très imbriquées au Japon et en RFA. Il en résulte une meilleure connaissance du risque encouru par les prêteurs, ce qui permet un taux d'endettement plus élevé qu'ailleurs. De la même façon, la forte proportion de fonds propres que l'on pourrait observer aux Etats-Unis ¹¹ reflète non seulement une mentalité qui serait plus « capitaliste », mais aussi un système bancaire moins performant parce que plus fractionné et possédant moins d'information fiable sur la marche de l'entreprise (W.J. Adams & R. Gordon [1985]). Face à une incertitude plus grande, les banquiers américains sont conduits à être plus méfiants, tout en subissant des crises de solvabilité importantes et mal gérées (cf. P. Artus [1990]).

Les entreprises françaises sont ainsi dans une position intermédiaire entre celles des Etats-Unis d'une part, du Japon et de la RFA ¹² d'autre part.

Le constat — effectué ci-dessus — ne constitue qu'un jugement relatif, et il sera souhaitable d'essayer de porter une appréciation plus générale sur le niveau des fonds propres, ou de façon symétrique sur le niveau d'endettement des entreprises françaises. Bien entendu, cela implique

¹¹ Les chiffres non comparables à ceux du tableau 5 (voir encadré de la page précédente) indiquent une part des capitaux propres en 1989 de 45,5 % au Royaume-Uni et 38,5 % aux USA.

¹² Les sources d'informations comparatives ne confirment donc pas les impressions avancées (sans indications de source statistique) dans le rapport « Equinoxe » selon lesquelles la France aurait moins de fonds propres que les autres pays.

d'avancer des critères plus arbitraires qu'il convient de garder à l'esprit dans l'interprétation des résultats.

Le critère retenu cherche à appréhender les potentialités de croissances perdues par suite du manque de fonds propres. La croissance est portée par l'investissement qui d'une part permet d'accroître les capacités de production et d'autre part permet de réaliser d'importants gains de productivité issus de la substitution capital-travail et plus encore du progrès technique incorporé dans les nouvelles machines. Il est donc intéressant d'estimer le manque d'investissement productif dû au niveau trop élevé de l'endettement.

L'enquête rapide de fin d'année (ERFA) de la Direction de la conjoncture de la Banque de France fournit des informations à ce sujet (*cf. Banque de France*). Sur la période 1986-1989, environ 10 % des entreprises auraient été principalement freinées dans leur décision d'investir par leur endettement (*cf. D. Szpiro, [1991a]*¹³).

L'estimation de fonctions d'investissement sur données individuelles distinguant les entreprises selon leur régime de contrainte aboutit à chiffrer de façon approximative à 4 % le manque d'investissement global causé par la contrainte d'endettement, et donc la déficience en fonds propres sur la période 1986-1989 (10 % d'entreprises concernées, que multiplie 38 % d'accroissement potentiel de l'investissement, *cf. tableau 8*).

45

Seule une fraction minoritaire des entreprises est touchée par le manque de fonds propres. Lorsque cette contrainte est présente, elle s'exerce de façon non linéaire à travers un effet de seuil. En effet, alors que l'on vérifie empiriquement que les entreprises contraintes par l'endettement ont bien un taux d'endettement plus élevé que les autres, le taux d'endettement de ces entreprises ne joue plus dans la détermination du volume d'investissement réalisé (*cf. D. Szpiro [1991 b]*). Ces entreprises investissent alors moins que les autres, principalement en fonction de leur capacité d'autofinancement.

¹³ Ce pourcentage indique que l'endettement a été la contrainte la plus forte (lorsque la contrainte la plus forte n'est pas unique, le régime est qualifié d'ambigu dans le tableau 2) pesant sur les perspectives d'investissement (les autres contraintes éventuelles étant les débouchés, les taux d'intérêt et la rentabilité). Les données brutes de l'enquête sont logiquement plus élevées puisque des réponses multiples sont admises : entre 38 % et 41 % de 1986 à 1988 et entre 20 % et 25 % de 1989.

Tableau 8

ACCROISSEMENT POTENTIEL DE L'INVESTISSEMENT QUI AURAIT
LIEU SI LES ENTREPRISES N'ÉTAIENT PAS CONTRAINTES (1986-1989)

Type de contrainte	Poids des entreprises concernées par la contrainte (en %)	Accroissement potentiel de l'investissement (en %)
Demande	10	44
Endettement	10	38
Taux d'Intérêt	5	16
Profitabilité	3	104
Ambigu	15	37
Aucune contrainte	56	37
Ensemble	100	19

Source et méthodologie : D. Szpiro [1991 b].

46

Ce constat porte sur des années qui correspondent à une situation financière des entreprises plus dégradée qu'actuellement. Si l'on observe en 1991 une évolution défavorable de l'endettement par rapport à 1990 (*cf. enquête ERFA*), il faut néanmoins garder à l'esprit que les années 1986 à 1988 étaient plus critiques. Il est donc probable que le chiffre estimé sur ces années ne puisse être transposé à l'année 1991, et qu'il conviendrait de le minorer pour les années récentes. Globalement, la situation financière des entreprises ne semble donc pas structurellement inquiétante.

Il n'est donc pas justifié de vouloir bouleverser le mode de financement des entreprises françaises. Néanmoins, une amélioration bien ciblée des fonds propres est nécessaire aux entreprises fragiles.

Les actions cotées

Rendre disponible au public des actions, et donc la propriété partielle d'une entreprise constitue un pas décisif dans la vie de l'entreprise. Cette décision a des conséquences tant pour l'actionnaire principal (celui qui décide de l'introduction en Bourse) que pour l'entreprise elle-même.

Pour les anciens actionnaires, ceux qui détiennent les entreprises avant la cotation, la cotation permet une plus grande liquidité et facilite les réaménagements de portefeuille. De plus, lors des opérations de rachats d'entreprises, les actionnaires de l'entreprise-cible voient la valeur de leurs actions augmenter (même plus que celle de l'entreprise acheteuse, *cf. P.*

Charlery-Lepers [1990]). Il peut se produire à ce moment un conflit d'intérêt entre managers et actionnaires, mais en tout état de cause, ces derniers ont le plus souvent intérêt à offrir leurs actions. Dans certains cas, en particulier lors de l'introduction de certaines PME sur le second marché, cela permet de résoudre des problèmes de succession (*COB [1991 a]*). Il faut aussi garder à l'esprit qu'une augmentation conséquente de l'offre a résulté des privatisations qui obéissent à d'autres critères.

Pour l'entreprise, considérée indépendamment de ses actionnaires, la présence en Bourse accroît sa notoriété commerciale. De plus, grâce à l'information que fournit le marché sur la valeur de l'entreprise, les systèmes financiers étrangers (notamment anglo-saxons) sont plus à même de proposer des solutions de financement en connaissance de cause. Par contre, alors que l'appel public à l'épargne est facilité, les entreprises cotées n'utilisent pas spécialement cette faculté. Leur structure de financement est proche de celle des sociétés non cotées (*M. Fried et J. Prohin [1990]*). Toutefois cette option restant ouverte, certaines entreprises cotées sont en meilleure position pour négocier les conditions de leurs emprunts (l'écart-type du taux d'intérêt apparent est plus élevé pour les sociétés cotées que pour les sociétés non cotées, alors que la moyenne est similaire). Par contre, les entreprises cotées jouissent d'une plus grande souplesse lors de l'appel aux actionnaires : les augmentations de capital sont plus nombreuses et proportionnellement moins importantes que celles des entreprises non cotées. Les entreprises cotées ressentent cependant la nécessité de distribuer plus régulièrement des dividendes.

47

Les freins au développement de l'offre existent pourtant. Le coût d'introduction en Bourse ne paraît pas être le principal obstacle dès lors que l'entreprise atteint une taille suffisante. Par contre, il peut y avoir de ce point de vue des conflits d'intérêts entre les dirigeants de l'entreprise et les actionnaires, ce qui conduit à maintenir un *statu-quo*. Enfin, une introduction en Bourse est d'autant plus facile que les systèmes de gestion d'information comptables et financières sont performants dès le départ.

Il est intéressant de remarquer que la capitalisation anglaise, trois fois plus forte qu'en France, résulte d'un plus grand nombre de firmes qui ont en moyenne une capitalisation légèrement plus faible qu'en France (*M. Pagano & A. Röell [1990]*) La cotation en Bourse est donc une stratégie peu diffusée en France ; et il existe probablement des potentialités inexploitées.

Les entreprises françaises semblent en moyenne disposer d'un niveau de fonds propres devenu comparable à celui constaté dans d'autres pays européens (Allemagne, Belgique) ou au Japon. Ce rapprochement des structures de financement a résulté du désendettement des entreprises françaises amorcé autour des années 1984-1986.

La faible dimension du marché boursier français résulte à la fois de l'offre

et de la demande d'actions cotées. Dans ce domaine, la demande est moins liée à l'épargne globale qu'aux facteurs déterminant la répartition de l'épargne. Le rendement financier des actions doit être suffisamment attractif pour que l'investisseur accepte d'investir dans ce produit qui est plus volatile. Les différentes études tant qualitatives que quantitatives se rejoignent pour accorder un rôle important aux rendements dans la détermination du partage de l'épargne des ménages entre actions et autres actifs. Le rôle de la richesse apparaît moins clairement dans l'évolution temporelle du montant d'actions détenu. Par contre, on retrouve bien cet effet richesse sur données de coupe instantanées : ce n'est qu'à partir d'un niveau d'épargne suffisant que le placement quitte le domaine exclusif du placement non risqué. D'autre part, le développement différencié du marché boursier entre la France et le Royaume-Uni, ne semble pas provenir d'un montant moyen du portefeuille plus faible en France, mais d'une moindre diffusion des actions dans l'épargne des ménages.

Un facteur important du développement du marché réside dans l'extension de l'offre d'actions diffusées dans le public. L'expérience des privatisations permet d'apprécier l'importance des facteurs d'offre. A cette époque, le nombre d'actionnaires a été multiplié par 3,6 sur 5 ans. Les actions offertes ont facilement trouvé preneurs, ce qui indique qu'une demande existe potentiellement et demanderait à être servie. En plus de l'offre étatique qui a ses limites, il conviendrait d'encourager l'offre privée.

Un des freins à l'offre est lié à la remise en cause éventuelle par le marché de l'équipe dirigeante. Les actionnaires, anciens ou nouveaux, seraient cependant bénéficiaires de cette démarche, car elle entraîne une incitation à mieux gérer l'entreprise, et elle se traduit empiriquement par un accroissement des gains de productivité et une augmentation rapide de la valeur des actions de la société cible.

Au stade actuel des travaux portant sur le marché des actions, il est difficile d'apprécier l'importance des facteurs d'offre par rapport aux facteurs de demande. Le but de cette note se limite donc à fournir quelques points de repères et des ordres de grandeurs sur cette question.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- W.J. Adams & R. Gordon, « Rate of Indebtedness of Non-Financial Companies : a French American Comparison », Communication à la 10^e journée des Centrales de Bilans, juin, 40 p.
- M. Amar (1989), « Resserrement du tissu industriel », in *les entreprises à l'épreuve des années 80*, INSEE, août, p. 145-165.
- M. Amar & V. Thollon-Pomerol (1989), « Les groupes et la déformation du système productif », Communication à la 14^e journée des Centrales de Bilans, 28 novembre, 61 p.
- P. Artus (1990), « Crise des intermédiaires financier américains : le marché sait-il tenir compte du risque ? » Caisse des Dépôts et Consignations, Document de travail 1990-23/E, octobre.
- P. Artus et al. (1991), « Epargner, investir et croître », Rapport du groupe Allocation Internationale de l'Epargne, CGP, juin, 56 p.
- P. Artus et E. Bleuze (1989), « Le choix de portefeuille des ménages en France », Document de travail, Caisse des Dépôts et Consignations, n° 1989-02, 51 p.
- Banque de France (1991), Bulletin trimestriel, n° 79, septembre.
- L. Bloch et F. Maurel (1992), « Consommation, revenu permanent : un regard d'économètre », à paraître dans *Economie et Prévision*.
- B. Bosworth, G. Burtless & J. Sabelhaus (1991), « The Decline in Saving : Some Microeconomic Evidence », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- M. Boutillier, F. Charpin (1986), « L'accumulation patrimoniale des ménages », *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 15, avril, p. 175-206.
- P. Charlety-Lepers (1990), « Les offres publiques d'achat et d'échange. Une synthèse de la littérature », *Revue Economique*, n° 5, septembre, p. 869-894.
- M. Chocron (1991), « La clientèle des gestionnaires de portefeuille-titres », note Banque de France — DESM n° 19-12/1, août, 26 p.
- Commission des Opérations de Bourse (1990), 23^e Rapport, Annexe V.
- Commission des Opérations de Bourse (1991a), « Bilan et perspectives du second marché ».
- Commission des Opérations de Bourse (1991b), « Les porteurs individuels de valeurs mobilières en 1991 », *Bulletin Mensuel de la COB*, septembre.
- J. Dessaint (1991), « Logement et Epargne », *Economie et Prévision*, n° 99/3.
- Equinoxe (1991), « Quel avenir pour les marchés français ».
- J.P. Escande (1991), *Epargne et financement des investissements productifs à l'horizon 1993. Rapport au Conseil Economique et Social*, 182 p. + A.
- M. Fried et J. Prohin (1990), « Cotation en bourse : atouts est contraintes pour les politiques financières des entreprises », Communication à 15^e journée des Centrales de Bilans, 27 novembre, 30 p. + A.

- A. Galibert et J. Le Dem (1989), « L'épargne des ménages américains : les enseignements d'une comparaison internationale », *Economie Prospective Internationale*, n° 37, p. 61-90.
- R. Hardy-Dessources & S. Monteiro (1990), « Comptes et ratios des sociétés 1986, 1987, 1988 ». INSEE résultat n° 80, *Système Productif* n° 30, juillet, 100 p.
- J. Henry (1990), « Le partage de l'encours des ménages en actifs risqués et non risqués, un modèle à correction d'erreur », note d'étape SEMEF 90/63/2.
- J. Henry, I. Odonnat et R. Ricart (1991), « Comportements financiers des ménages », Note Banque de France - SEMEF, 26 mai, 21 p. + A.
- A. Icard (1991), « Taux d'intérêt et comptes des entreprises », *Bulletin Trimestriel de la Banque de France*, n° 80, décembre, p. 101-121.
- INSEE (1990), « Rapport sur les comptes de la nation 1989 ».
- INSEE (1991), « Rapport sur les comptes de la nation 1990. Comptes et indicateurs économiques ». INSEE résultats-Economie Générale, n° 36-37-38, juin, 442 p.
- INSEE (1991), « Le modèle Amadeus », Document de travail n° 91-01, DEEE, 23 p.
- C. Lantiéri et P. Rivière (1989), « Peut-on estimer la demande d'actifs à partir d'un modèle de portefeuille ? », *Revue Economique* n° 1, janvier, p. 55-80.
- F.R. Lichtenberg & D. Siegel (1987), « Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants », *Bookings Papers on Economic Activity*, n° 3, p. 643-673.
- S. Lollivier et D. Verger (1987a), « Les différents actifs patrimoniaux : qui possède quoi ? », *Economie et statistiques*, n° 202, septembre, p. 57-63.
- S. Lollivier et D. Verger (1987b), « Les comportements en matière d'épargne et de patrimoine », *Economie et statistiques*, n° 202, septembre, p. 65-77.
- F. Modigliani & M.H. Miller (1958), « The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, juin, p. 261-297.
- K. Nguyen et M. Pucci (1990), « Consommation des ménages et démographie », Rapport de stage à la Direction de la Prévision, Bureau de la Politique Economique, 33 p. + A.
- OCDE (1990), « Perspectives économiques de l'OCDE », n° 48, décembre, 212 p.
- Office of Population Censuses and Surveys (1991), « Share Ownership 1991 », NOP, March, Report on behalf of the Treasury and the Stock Exchange.
- M. Pagano & A. Röell (1990), « Trading Systems in European Stock Exchanges : Current Performance and Policy Options », *Economic Policy*, April, p. 65-115.
- H. Sterdyniak (1987), « Le choix des ménages entre consommation et épargne en France de 1966 à 1986 », *Observations et Diagnostics Economiques*, n° 21, oct., p. 191-210.
- V. Sue (1991), « Les flux de portefeuilles titres par type d'agents économiques », COB, septembre.
- D. Szpiro (1991a), « Endettement, rentabilité, débouchés et investissement », *Economie et prévision*, n° 99/3.
- D. Szpiro (1991b), « Investment Functions : Disequilibrium Estimations Using Individual Financial and Survey Data », Document de travail, avril, 31 p.