



VOLATILITÉ DES MARCHÉS BOURSIERS ET COMPORTEMENT DES ÉPARGNANTS FRANÇAIS

BRUNO SÉJOURNÉ *

Régulièrement, lorsque les marchés financiers traversent des périodes de volatilité intense, le comportement des ménages est scruté. Dans une perspective de court terme, on considère ainsi traditionnellement que les actionnaires individuels, principales victimes des asymétries d'information, subissent les fluctuations des cours davantage qu'ils ne les provoquent, par comparaison avec les gestionnaires de fonds d'investissement. Il en résulte une certaine passivité, que la domination des effets de valorisation du stock sur les flux de placement traduit bien, et dont on attend un effet stabilisateur sur les cours. À plus long terme et au-delà des conséquences de la volatilité, des épisodes de hausse prolongée des cours ou, au contraire, de forte dépression sont susceptibles de donner lieu à des effets de richesse se répercutant sur l'arbitrage consommation-épargne et donc sur l'activité réelle.

Les récents épisodes de fluctuations boursières n'ont pas eu d'équivalent dans l'histoire économique de l'après-guerre. Au-delà de leur ampleur, ils sont intervenus en France dans un contexte de développement d'une épargne longue, accumulée de plus en plus dans l'optique de la retraite et autorisant, sous différentes formules, des investissements plus ou moins directs sur les marchés boursiers. Pour une part, cette accumulation d'actifs de long terme a concerné l'actionnariat individuel. Redescendu à 3,7 millions en 1992 (après la première vague de privatisations), le nombre de détenteurs d'actions de sociétés cotées s'est tendanciellement redressé pour atteindre 7,1 millions en 2002. Cette démocratisation progressive de l'actionnariat nous incite à revoir

* Université d'Angers et CDC IXIS.



et à approfondir l'analyse des comportements en période d'intense volatilité. Nous proposons d'aborder ici une double problématique :

- quelle fut la réaction des épargnants individuels lors du récent épisode de volatilité ?

- et, par voie de conséquence, les ménages ont-ils contribué à renforcer cette volatilité ou, au contraire, à stabiliser les cours boursiers ?

Rappelons, en préambule, que le portefeuille d'actions des ménages français est majoritairement constitué de titres non-cotés (Commissariat général du Plan, 2002). Par ailleurs, pour les titres cotés, il est incontestable que s'est développée une dynamique de l'intermédiation, directement *via* des titres d'OPCVM ou, indirectement, par la souscription de contrats d'assurance-vie en unités de compte. Pourtant, nous nous concentrerons sur la détention en direct de titres cotés pour deux raisons. Ne pas retenir les actions non cotées revient à négliger les arbitrages de court terme que les variations des cours boursiers pourraient engendrer vis-à-vis de ces titres. Il s'agit d'une hypothèse « raisonnable » dans la mesure où ces titres sont par définition moins facilement échangeables sur un marché et où, dans le cas des entrepreneurs individuels, la cession ou l'acquisition de tels titres repose sur une tout autre logique. Quant à la gestion du portefeuille intermédié, admettons qu'elle échappe pour une large part aux ménages, dont l'action se limite à acquérir ou céder des parts.

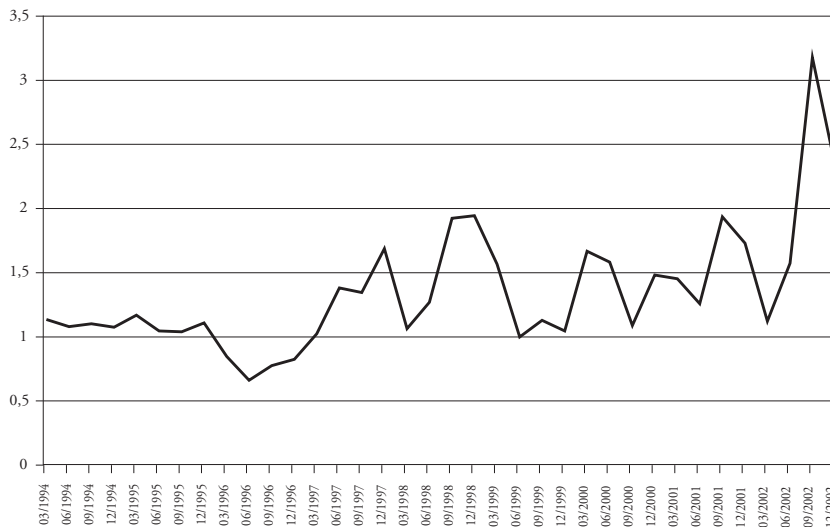
LA FAIBLE RÉACTIVITÉ DES ÉPARGNANTS INDIVIDUELS SUR LES MARCHÉS

Comme les autres investisseurs, les épargnants français ont été confrontés à partir de 1997, et de manière plus prononcée en 2002, à un accroissement sensible de la volatilité des marchés, ainsi qu'en témoignent les statistiques d'écart-type¹ de l'indice CAC 40 présentées sur le graphique n° 1. Précisons cependant qu'il faut distinguer deux sous-périodes puisque de 1997 à l'été 2000, les pics de volatilité traduisent pour l'essentiel une variation à la hausse des cours boursiers (graphique n° 2), alors qu'à partir de cette date, cette volatilité est significative de la chute prononcée des cours. Il s'agit, évidemment, d'une distinction cruciale puisque s'il est difficile d'anticiper l'évolution des comportements lorsque l'espérance de rendement et le risque évoluent de concert, quelques repères théoriques nous permettent, par contre, d'anticiper les conséquences de la concomitance d'une élévation du risque et d'une chute de l'espérance de rendement. Les épargnants présentant généralement une aversion pour le risque, il doit résulter de ce dernier épisode des réactions en matière de gestion de portefeuille. On peut ainsi attendre un double mouvement :



- d'une part, une réduction de l'exposition globale aux risques de marché à travers une baisse de la part du patrimoine financier consacrée aux actifs risqués (les actions dans leur ensemble), non seulement *via* la dévalorisation mais aussi éventuellement par le biais de cessions de titres ;
- d'autre part, une recomposition de ces portefeuilles de titres, par une substitution d'actions défensives aux actions davantage pro-cycliques (les titres des NTIC pour la période qui nous intéresse).

Graphique n° 1
Volatilité trimestrielle du CAC 40
(Écart-type du rendement quotidien)

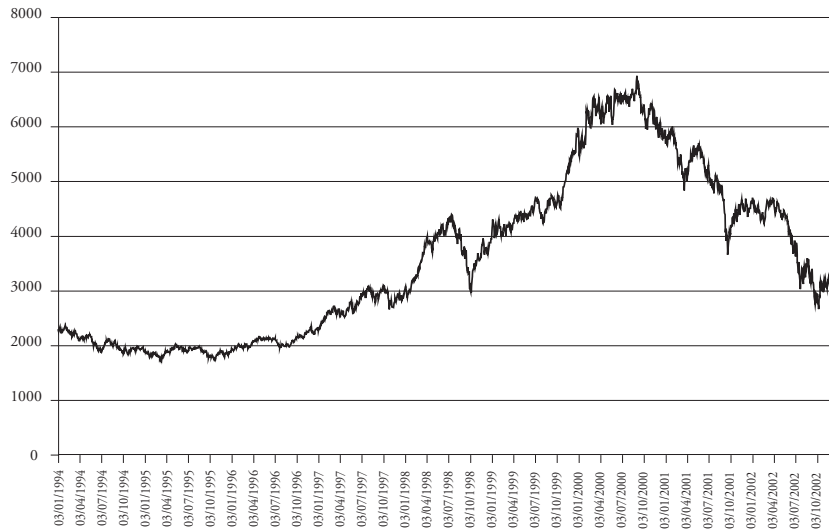


Source : Global Insight, calculs CDC IXIS

Pour ce qui relève du premier aspect, si l'on se réfère aux statistiques trimestrielles proposées par la Banque de France à travers le Tableau de financement et de placement (TFP), les faits ne correspondent que partiellement aux attentes. Pour ce qui concerne l'actionnariat individuel en titres cotés, l'encours d'actions cotées françaises a, certes, nettement reculé entre le troisième trimestre 2000 et le quatrième trimestre 2002 (de 104 à 59 Md€), mais ce recul n'est dû qu'à hauteur de 6,6 Md€ aux cessions nettes. Trimestre après trimestre, on peut relever à partir du début de l'année 2000 la modestie des flux, non seulement au regard des phénomènes de valorisation, mais également de manière absolue, comparativement par exemple à ce que l'on observait au cours des deux années précédentes (graphique n° 3). Tout se passe donc comme si la période d'intense volatilité avait tétanisé des ménages hésitant à renforcer leur



Graphique n° 2
Valeur de l'indice CAC 40

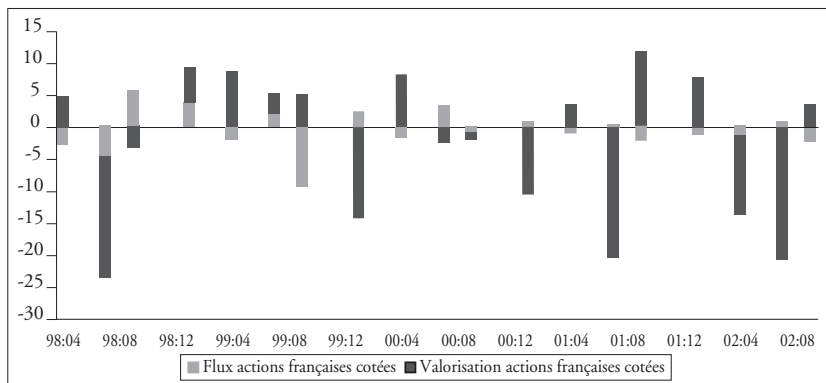


Source : Global Insight

4

position sur le marché des actions ou, au contraire, à privilégier des sorties. Le message serait à peu près identique si l'on étudiait a détention intermédiée d'actions à travers les OPCVM, même si

Graphique n° 3
Décomposition de la variation d'encours des actions cotées françaises détenues par les ménages
(en Md€)

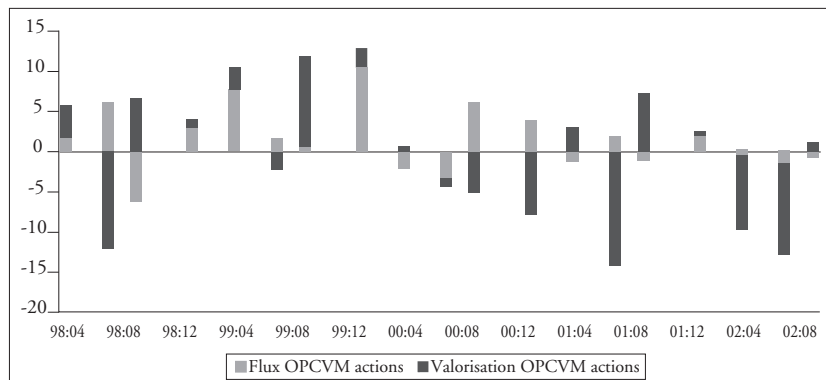


Source : Banque de France



l'affaiblissement des flux est surtout sensible dans ce cas à partir de 2001 (graphique n° 4).

Graphique n° 4
Décomposition de la variation d'encours des OPCVM
actions détenus par les ménages
(en Md€)



Source : Banque de France

5

L'étude macroéconomique des flux trimestriels de placement ne donne, bien évidemment, qu'une vision très partielle de l'activité des ménages sur les marchés d'actions : d'une part, en raison du traditionnel problème de l'agrégation de comportements microéconomiques qui peuvent être au demeurant fort divergents, d'autre part parce que la périodicité trimestrielle peut également masquer des phénomènes de compensation en dépit d'une activité importante sur de plus courtes périodes. Mais d'autres éléments semblent confirmer la relative inertie des épargnants, sur le second aspect cette fois, à savoir le réaménagement des portefeuilles d'actions selon l'exposition au risque des titres.

C'est ainsi que la durée apparente de détention des actions par les ménages, calculée par la Banque de France, témoigne d'une stabilité de l'actionnariat individuel relativement aux autres catégories d'investisseurs (tableau n° 1). Notons au passage que cette stabilité s'est renforcée sur la période 2000-2002 par rapport à la période 1997-1999, soit lorsque la volatilité des marchés était la plus prononcée. Cette information est confirmée par les enquêtes de Taylor Nelson Sofres (tableau n° 2) dans lesquelles il apparaît que les ménages se sont dans l'ensemble abstenus de faire évoluer leur portefeuille au plus fort de la crise boursière.

Tableau n° 1
Durée apparente de détention des actions françaises cotées
 (décembre à décembre)

	1997/1998	1998/1999	1999/2000	2000/2001	2001/2002
Ménages	2 ans 11 mois	2 ans 10 mois	nd	5 ans 1 mois	5 ans 3 mois
Moyenne des agents	7 mois 1/2	8 mois 1/2	nd	1 an	10 mois

Source : Banque de France

Tableau n° 2
Niveau d'activité boursière des actionnaires individuels français
au cours du dernier trimestre
 (en %)

	Mai 2001	Mai 2002
Aucune opération	64	63
1 à 2 opérations	18	14
3 opérations et plus	12	8
Non précisé	6	15

Source : Taylor Nelson Sofres

6

Ces quelques statistiques vont tout à fait dans le sens de la perception que semblent avoir les professionnels de la finance, qui considèrent que l'actionnariat individuel est source de stabilité du capital et implique donc un frein à la volatilité des marchés². S'il faut donc y voir un facteur positif puisque le risque est l'élément négatif de la fonction d'utilité de la très grande majorité des investisseurs, il reste à se pencher sur les raisons de l'inertie des épargnants.

UNE INERTIE CONTRAINTE OU DÉSIRÉE ?

Il ne semble pas inconcevable de proposer une interprétation positive de cette inertie, au sens où celle-ci relèverait d'un choix délibéré des épargnants. On peut ainsi accorder un certain crédit à l'influence des études économiques³ qui, bien relayées par les argumentaires des spécialistes de marketing, ne manquent pas pour montrer la surperformance des actions sur les autres formes de placement, dès lors qu'elles sont conservées sur une longue période. Par ailleurs, un certain nombre d'entreprises cotées ont mis en place de véritables politiques de fidélisation des actionnaires. Ce fut notamment le cas lors des différentes vagues de privatisations des années 1980 et 1990 avec l'attribution d'actions gratuites au-delà d'une certaine durée de détention, qui permettait d'élever l'espérance de gain à cet horizon. Or, il ne faut pas oublier qu'une forte proportion d'épargnants sont devenus détenteurs



de titres cotés à l'occasion de ces privatisations et qu'ils étaient encore 60,5 % à en posséder dans leur portefeuille en 2002 (ils étaient même 22,5 % à ne composer leur portefeuille qu'exclusivement avec ces titres selon TNS).

Mais par ailleurs, il est également incontestable que les choix de portefeuille des ménages sont influencés par les imperfections des marchés (Arrondel, 1993). Deux types d'imperfections retiennent particulièrement notre attention, tant elles apparaissent comme des contraintes fortes pour la gestion des portefeuilles. Il s'agit, d'une part, de la fiscalité différenciée et, d'autre part, de la présence de coûts de détention, de transaction et d'accès à l'information. La plupart des études traitant de la conséquence des imperfections des marchés sur les choix de portefeuille ont tenté d'apporter une réponse aux deux paradoxes suivants⁴ :

- alors qu'à long terme les actions semblent dominer les autres actifs sur le plan de la rentabilité, elles sont rarement et en faible quantité détenues par les ménages ;
- alors que la théorie financière insiste sur l'importance de la diversification des portefeuilles d'actifs risqués, ceux des ménages le sont faiblement.

Cependant, cette option d'analyse permet également d'avancer des explications à l'inertie des portefeuilles : on peut ainsi notamment, à la vue des résultats d'enquête, faire l'hypothèse que l'absence de diversification est génératrice d'inertie.

Les incitations fiscales

Parmi les imperfections de marché pouvant affecter les choix des épargnants, notamment quant à la fréquence des réaménagements des portefeuilles de titres, se pose la question de la fiscalité. Sur ce plan, sans doute parce que les systèmes fiscaux sont à la fois variables selon les pays et trop complexes pour faire l'objet d'une modélisation fine, les repères théoriques et empiriques semblent manquer pour envisager l'influence du poids et des modes de fiscalité sur l'activité des actionnaires (Sandmo, 1985). Le cas français s'inscrit tout à fait dans l'ambiguïté de cette influence en raison des nombreux instruments fiscaux qui interfèrent. On pourra ainsi considérer que l'évolution du seuil de défiscalisation des plus-values modifie l'incitation à faire tourner les portefeuilles : en cas de baisse, comme ce fut le cas au milieu de la décennie 1990, l'épargnant est incité à réaliser les bénéfices en fin d'exercice fiscal avant de réinvestir au début du suivant. Néanmoins, les différentes mesures fiscales adoptées vis-à-vis des titres de propriété semblent pour l'essentiel avoir été dictées par la volonté de stabiliser l'actionnariat individuel et d'éviter les spéculations de court terme de grande ampleur. L'obligation de conservation des titres au sein du PEA pour bénéficier



d'une défiscalisation (au minimum 5 ans) s'avère en la matière une contrainte forte, pourtant acceptée par une majorité d'actionnaires individuels. On recensait ainsi, en mai 2002, 6,2 millions d'épargnants ayant ouvert un PEA, pour un taux de détention d'actions de 69 % (sur un total de 7,1 millions d'actionnaires individuels). Dans le même ordre d'idée, par le biais de l'épargne salariale, la fiscalité favorise également la détention prolongée d'actions, cotées ou non, de l'entreprise dans laquelle l'épargnant travaille, ce qui vient renforcer une stabilité déjà suscitée par l'attachement à cette entreprise.

Pourtant, si les contraintes associées à la détention du PEA représentent potentiellement une bonne explication de l'absence de flux importants au niveau macroéconomique tels qu'ils sont enregistrés par la Banque de France, en particulier de flux de cessions, elles ne permettent généralement pas d'expliquer l'absence d'activité au sein des portefeuilles d'actions.

Les coûts de transaction

Dans ce domaine, en France⁵ comme aux États-Unis (Kennickel *et alii*, 2000 ; Poterba, 2002) les données d'enquête indiquent, non seulement une hausse des taux de détention lorsque le revenu et le patrimoine s'élèvent, mais également une plus grande activité sur les gros portefeuilles que sur les petits. Une telle progressivité dans la rotation des portefeuilles ne se justifierait pas si les marchés étaient parfaits. Elle peut, par contre, être interprétée comme la conséquence de la présence de coûts de transactions. Ceux-ci peuvent prendre différentes formes. Ils sont quantifiables lorsqu'il s'agit de frais financiers liés à la transaction elle-même ou à la gestion d'un compte-titre. Ils ne le sont guère dans le cas du coût d'opportunité lié au temps (et à l'effort) que chaque épargnant doit consacrer à la collecte et à l'interprétation de l'information relative aux sociétés, aux marchés... mais cela ne signifie pas qu'ils sont moins importants. Une autre segmentation de ces coûts peut être proposée selon que ceux-ci sont fixes, donc indépendants du montant investi, ou proportionnels aux investissements.

De même que les coûts fixes sont probablement une explication convaincante des faibles taux de détention d'actions (dans leur globalité), ils pourraient expliquer la faible diversification⁶ et l'incapacité des épargnants à modifier rapidement la structure de leur portefeuille en cas de modification des couples rendements-risques de leurs titres. Pour nous en convaincre, prenons l'exemple des coûts d'information, indépendants du montant investi. Même en supposant que l'information est complète et accessible à tous (donc dans l'hypothèse où il n'y aurait pas d'asymétrie d'information entre l'épargnant et l'émetteur du titre), il reste que celle-ci s'avère difficile à interpréter pour le non spécialiste⁷.



Certes l'existence de coûts d'information croisés est plus que probable (Szpiro, 1995), ce qui réduit le coût d'acquisition et de détention du titre marginal. Mais la détention d'une action d'une société n'annule pas totalement le coût d'opportunité lié à la détention d'un titre d'une autre société, dont il faudra analyser le secteur d'activité, les perspectives de profit, etc. Ainsi, parce qu'il s'agit d'un exemple quantitativement significatif en France, l'acquéreur d'une action d'une société privatisée qui aura reçu une quantité d'informations importante à l'origine, pourra se trouver fort démuné pour chercher et interpréter les informations relatives à d'autres titres. Le coût du traitement de l'information réduit donc la probabilité de faire tourner le portefeuille.

Une argumentation de ce type semble également se dessiner pour les coûts variables. Il a ainsi été montré que lorsque les investisseurs paient des coûts de transaction proportionnels à leurs investissements (Magill et Constantinides, 1976 ; Constantinides, 1986), il se crée une zone de variation de prix des actifs au sein de laquelle aucun réaménagement de portefeuille ne sera envisagé (contrairement aux résultats traditionnels de la théorie du portefeuille qui mettent en évidence un portefeuille optimal correspondant à chaque nouvel état du marché). Et ce n'est que lorsque la variation du cours des titres fait sortir le portefeuille optimal de cette zone que l'investisseur procède au réaménagement. Cette analyse justifie que les interventions des épargnants soient sporadiques, notamment lorsque les variations de cours boursiers sont de faible amplitude. Notons qu'elles devraient alors porter sur des volumes importants et peut-être renforcer épisodiquement la volatilité des marchés.

Si l'analyse par les coûts revêt incontestablement un caractère structurel, l'argumentation précédente accorde également une place à des déterminants conjoncturels. L'incitation à modifier le portefeuille semble, en effet, s'élever avec la volatilité. Or, nous avons noté que tel n'avait pas été le cas lors de la période de chute des marchés financiers, ce qui est peut-être révélateur d'une asymétrie de comportements selon le sens des variations des cours boursiers. Il devient alors nécessaire d'affiner l'analyse en identifiant le positionnement des épargnants dans le cycle financier. De ce point de vue, il ne faudrait pas oublier que beaucoup d'épargnants se sont portés acquéreurs de titres cotés au plus mauvais moment du cycle financier, soit entre 1999 et 2002. Si les statistiques macroéconomiques présentées plus haut ne rendent pas compte de flux massifs, le nombre d'actionnaires a progressé de près de 2 millions d'individus entre ces deux dates et l'absence de flux traduit donc pour une bonne part des phénomènes de compensation entre les cessions des actionnaires « anciens » et les premières acquisitions des nouveaux actionnaires. Or, compte tenu de la chute des cours sur cette



période, ces nouveaux accédants n'ont pas eu jusqu'à présent l'opportunité de céder leurs titres, sous peine de devoir enregistrer des moins-values⁸. Une telle interprétation justifierait notamment l'augmentation de la durée de détention.

VERS UNE PLUS GRANDE RÉACTIVITÉ DES ÉPARGNANTS INDIVIDUELS ?

Alors même que l'on a souvent insisté sur l'enrichissement de la culture financière des épargnants français, les quelques informations présentées ci-avant ont révélé une inertie croissante de leurs portefeuilles au cours des dernières années. Doit-on anticiper un prolongement de cette tendance ? Une réponse par l'affirmative semble imprudente. Certes les incitations fiscales à la conservation des actions demeureront, ce qui garantit une certaine stabilité, quant aux volumes détenus par les ménages. Mais nous avons vu que ces incitations ne portent pas sur la rotation des titres. Par ailleurs, plusieurs arguments doivent être discutés. Sur un plan conjoncturel tout d'abord, un retour à une tendance haussière des marchés financiers pourrait inciter les épargnants à retrouver un réflexe de sécurisation des plus-values, d'autant plus que le passé récent les incitera peut-être à une plus grande vigilance dans ce domaine.

10

D'un point de vue plus structurel ensuite, on doit attendre du mouvement d'intégration des places financières une réduction des coûts de transaction, notamment pour l'acquisition et la cession de titres étrangers (cf. les efforts actuels d'Euroclear). La réduction de ces frais financiers, en premier lieu des coûts fixes, sera renforcée par un accès plus direct aux marchés financiers. Nous faisons ici allusion au développement du recours à Internet pour la gestion des portefeuilles. Notons cependant que jusqu'à présent, si le taux d'utilisation d'Internet ne cesse de s'élever, ceci concerne avant tout la consultation des comptes-titres ou des cours des titres. En conséquence probablement de l'inertie mise en évidence précédemment, les opérations d'achats/ventes sont en recul depuis deux ans.

Enfin, dans le prolongement de cette information, il convient d'insister sur l'évolution du profil des actionnaires. Avec l'accroissement de leur nombre, on assiste depuis quelques années à une lente modification de ce profil, nous envoyant des signaux divergents quant aux conséquences en terme de gestion. Cette démocratisation se traduit surtout par un accroissement du nombre de jeunes actionnaires et, ce qui en est pour une part le complément naturel, par une progression du taux d'équipement des classes de revenus et de patrimoine les plus faibles. Or, les enquêtes semblent indiquer qu'il s'agit des catégories d'actionnaires les



moins actifs. Cependant, les caractéristiques actuelles de ces nouveaux actionnaires sont évidemment amenées à évoluer, dans le sens d'un accroissement de la diversification de portefeuilles, et probablement d'une gestion plus dynamique. Par ailleurs, on observe également un recul de la proportion de détenteurs de sociétés privatisées exclusivement, qui sont également parmi les actionnaires les plus inactifs. La déformation de la structure démographique de l'actionnariat ne sera peut-être pas sans influence sur la réaction des actionnaires face à l'évolution des marchés.

NOTES

1. Voir pour une discussion de la pertinence des mesures de volatilité, Lubochinsky et Maillat, 2003.
2. Cf. l'enquête TLB « Les professionnels de la finance et l'actionnariat individuel en France », mars 2003.
3. Voir par exemple Tanay, 2002.
4. Voir par exemple Leape, 1987.
5. Cf. les enquêtes Taylor Nelson Sofres.
6. Voir Goldsmith (1976) pour une démonstration simple dans le cadre d'un modèle unipériodique.
7. Ce qui est d'ailleurs une justification essentielle de l'intermédiation financière (Allen et Santomero, 2001).
8. Ce qui n'est pas un comportement commun à l'ensemble des épargnants européens (Augory, Pansard et Séjourné, 2003).

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN F. et SANTOMERO A. (2001) : « What do Financial Intermediaries do ? », *Journal of Banking and Finance*, n°25.
- ARRONDEL L. (1993) : « Cycle de vie et composition du patrimoine », *Économica*.
- AUGORY C., PANSARD F. et SÉJOURNÉ B. (2003) : « Comment les épargnants européens ont-ils traversé la crise boursière ? », *Épargne et Financement* n°13, juillet.
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN (2002) : « La place des actions dans le patrimoine des ménages : mesure et comparaisons internationales », Rapport du groupe de travail présidé par O. Garnier, novembre.
- CONSTANTINIDES G. (1986) : « Capital Market Equilibrium with Transaction Costs », *Journal of Political Economy* n°94, août.
- GOLDSMITH D. (1976) : « Transactions Costs and the Theory of Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. XXXI, n° 4, septembre.
- KENNICKEL A., STAR-MC CLUER M. et SURETTE B. (2000) : « Recent Changes in U.S. Family Finances : Results from the 1998 Survey of Consumer Finances », Federal Reserve Bulletin, janvier.

LEAPE J. (1987) : « Taxes and Transaction Costs in Asset Market Equilibrium », *Journal of Public Economics*, n°33.

LUBOCHINSKY C. et MAILLET B. (2003) : « Beaucoup de bruit autour de la volatilité », in *La volatilité du marché des actions, recueils d'opinions*, AFG, juin.

MAGILL M. et CONSTANTIDINES G. (1976) : « Portfolio Selection with Transaction Costs », *Journal of Economic Theory*, n°13, octobre.

POTERBA J. (2002) : « Taxation and Portfolio Structure : Issues and Implication » in *Household Portfolios*, edited by Guiso, Haliassos and Jappelli, The MIT Press, Cambridge Massachussets.

SANDMO A. (1985) : « The Effects of Taxation on Savings and Risk Taking », in *Handbook of Public economics*, edited by Auerbach and Feldstein, vol.1, North Holland.

SZPIRO D. (1995) : « La diffusion des produits financiers auprès des ménages en France », *Économie et Statistique*, n°281.

TANAY A. (2002) : « Les actions plus rémunératrices que les obligations et l'or au XX^{ème} siècle », *Insee Première*, n°827, février.