



LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS (1995-1999)

ANDRÉ BABEAU *

AUGUSTE MPACKO PRISO **

A la fin de l'année 2000, le Commissariat général du plan a demandé à l'Observatoire de l'épargne européenne d'effectuer une recherche sur la composition du patrimoine financier des ménages en Europe et aux États-Unis. Cette recherche a été conduite dans le courant du premier semestre 2001 et elle a couvert les années 1995-1999 car, à ce moment, les comptes financiers des pays européens pour 2000 n'étaient généralement pas connus. Le rapport final a été présenté au Commissariat général du plan à la fin du premier semestre 2001¹.

OBJET DE LA RECHERCHE

En l'absence de comptes couvrant, pour les pays européens, la totalité du patrimoine des ménages, patrimoine financier et patrimoine non financier, la recherche a donc été menée sur le seul patrimoine financier.

Il s'est agi d'abord d'harmoniser les nomenclatures d'actifs financiers utilisées dans les différents pays de façon à pouvoir valablement comparer les structures de flux et d'encours d'un pays à l'autre. Ensuite, sur la période 1995-1999, il fallait commenter les évolutions de la composition des encours en faisant intervenir celle des flux. Une difficulté majeure est ici rapidement apparue : au moins pour les pays européens, nous ne disposons pas de comptes complets de patrimoine financier. Comme l'on sait, ces comptes organisent en principe le passage d'un patrimoine d'ouverture à un patrimoine de clôture au travers du « compte des variations du patrimoine ». Dans ce dernier compte apparaissent normalement trois éléments tout à fait distincts : le flux

* Président du Conseil d'orientation de l'OEE.

** Économiste à l'OEE.

nouveau des placements financiers selon le détail de la nomenclature utilisée, les « autres variations en volume » (changements de nature des actifs ou de classement des unités dans les différents secteurs de la comptabilité nationale auxquels il faut ajouter les ajustements statistiques²) et le poste « réévaluations » qui traduit l'évolution du prix des actifs détenus au cours de la période considérée. Or, pour les pays européens, à la date de cette recherche, nous ne disposons, dans les comptes financiers, que des encours en fin d'année et des flux nouveaux de placements financiers. La plupart des pays n'avait alors pas publié, dans la nouvelle base de 1995, d'informations permettant de faire la distinction entre les « réévaluations » et les « autres changements en volume ». Cela signifie que l'enchaînement des évolutions du patrimoine financier d'une année à l'autre n'a donc pu faire l'objet, pour les pays européens, que d'un commentaire approximatif.

La situation, à cet égard, est meilleure pour les États-Unis, car les *Flow of Funds Accounts*, dans les tableaux analysant les variations de patrimoine financier³, font bien la distinction entre les flux nouveaux de placements financiers (*net acquisition of financial assets*), les réévaluations (*holding gains on assets stated at market value*) et un poste *other factors* qui, grosso modo, correspond à la rubrique « autres changements de volume » du SEC 1995 (Système Européen de Comptes).

Le secteur concerné par la recherche est celui qui, dans le SEC 1995 regroupe le S14 (ménages et entreprises individuelles) et le S15 (institutions sans but lucratif au service des ménages). Pour les États-Unis, les choses ont été ici plus compliquées car il a fallu reconstituer le (S14+S15) en prenant en compte, pour les encours par exemple, le tableau L.100 qui rassemble ménages et organismes sans but lucratif (mais pas les entrepreneurs individuels), le tableau L.103 qui rassemble les entreprises individuelles non agricoles et le tableau L.104 rassemblant les exploitations agricoles. Parmi ces dernières, il n'a malheureusement pas été possible d'éliminer les exploitations sous forme sociétaire, mais on s'est assuré qu'elles étaient très minoritaires, en nombre et en montants d'actifs, dans l'ensemble des exploitations agricoles gérées par les ménages.

LE TRAITEMENT DES DONNÉES POUR LES PAYS EUROPÉENS

Six pays européens ont été retenus pour constituer « l'échantillon » patrimoine financier des ménages en « Europe ». Il s'agit de l'Allemagne, de l'Espagne, de la France, de l'Italie, des Pays-bas et du Royaume-Uni. Ce sont des pays pour lesquels les patrimoines financiers des ménages étaient, dans les comptes nationaux, aisément accessibles au moment de

la recherche. Une estimation du patrimoine financier des ménages dans l'ensemble de l'Union européenne montre qu'à la fin de 1999 le patrimoine financier regroupé des ménages dans ces six pays représentait près des neuf dixièmes du patrimoine financier total. Il s'agit donc d'un « échantillon » que l'on peut considérer comme très représentatif, même si l'on aurait évidemment préféré travailler sur les quinze pays de l'Union européenne.

Tableau n°1
Poids relatif des six pays retenus dans le patrimoine financier des ménages au sein de l'Union européenne fin décembre 1999

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

Suivant le pays considéré, la nomenclature retenue va de cinq à huit postes : cinq pour les Pays-Bas qui ne font pas la distinction entre obligations publiques et privées, entre actions détenues en direct et parts d'organismes de placements collectifs, enfin entre créances des ménages sur les sociétés d'assurance et créances des ménages sur les fonds de pension. Sept, en revanche, pour un pays comme l'Espagne, qui introduit toutes ces distinctions.

Deux postes ont été, dans les six pays étudiés, laissés de côté : le poste « crédits » (AF.4) et le poste « autres comptes à recevoir » (AF.7). Deux raisons sont à l'origine de cette décision : d'abord, le contenu de chacun de ces postes nous a paru inégalement renseigné et assez hétérogène d'un pays à l'autre : en particulier, les « crédits » semblent, dans certains cas, contenir des crédits commerciaux, alors que, selon le SEC 1995, ces derniers crédits devraient figurer dans les « autres comptes à recevoir ». Ensuite, il s'agit de postes peu importants dans le patrimoine financier des ménages puisque, dans les six pays considérés, ils dépassent rarement quelques dixièmes de pour-cent du patrimoine financier total des ménages.

Ce sont évidemment les postes « actions non cotées » (AF.512) et « autres participations » (AF.513) qui introduisent le plus d'hétérogé-

néité dans les comparaisons entre pays européens⁴ : on sait en effet que le SEC 1995 fait référence à de nouvelles règles de valorisation en ce qui concerne ces deux postes, mais la procédure de valorisation en 1999 n'était encore qu'inégalement avancée dans les six pays de l'échantillon : proche de son terme dans un pays comme la France, elle paraissait encore peu développée dans les autres pays européens. Nous retrouverons d'ailleurs le même problème pour les États-Unis pour lequel on n'a pas non plus le sentiment que les titres de sociétés non cotées soient totalement valorisés dans le patrimoine financier des ménages. Pour situer l'importance du problème, on précisera qu'en France la somme de ces deux postes (actions non cotées et autres participations) représentait fin 1999 quelque 30 % du patrimoine financier des ménages : une valorisation partielle de ces postes est donc susceptible d'avoir des conséquences importantes, non seulement du point de vue du montant total du patrimoine et de son montant par tête dans les différents pays concernés, mais aussi, naturellement, eu égard à la composition du patrimoine financier.

L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN EUROPE

4

En 1999, d'un pays à l'autre en Europe, la composition des patrimoines financiers des ménages varie encore fortement : les créances des ménages sur les fonds de pension ne sont réellement importantes qu'au Royaume-Uni et aux Pays-Bas : en Allemagne, elles correspondent aux droits des ménages sur les réserves constituées dans les bilans des entreprises au titre de la retraite ; c'est déjà beaucoup plus modeste. L'intermédiation bancaire demeure plus présente dans un pays comme l'Espagne que dans des pays comme l'Allemagne ou la France qui naguère possédaient encore des structures de patrimoine assez traditionnelles. Quant aux actions non cotées, on sait que, du fait du retard des autres pays dans la valorisation de ce poste, leur poids est nettement plus important en France que dans les cinq autres pays européens de l'échantillon.

Mais nous nous sommes davantage intéressés, dans cette étude, à l'évolution générale de la composition du patrimoine financier des ménages en Europe qu'aux différences - de composition et d'évolution de cette composition - observées entre les différents pays européens. Pour ce faire, nous avons sommé, poste à poste, le patrimoine financier des six pays retenus en nous fondant malheureusement sur le plus petit dénominateur commun, soit une nomenclature en cinq postes : moyens de paiement, autres dépôts bancaires et assimilés, obligations et emprunts, actions cotées et non cotées et parts d'organismes de placements collectifs, enfin créances des ménages sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension⁵.



Une telle sommation n'est pas illégitime. Pour la zone euro ou pour l'ensemble de l'Union européenne, il s'agit d'additionner les actifs détenus par les résidents de l'espace économique considéré : c'est bien ce que nous faisons. En sommant sur l'ensemble des non-résidents des six pays européens, nous majorerions sensiblement le nombre des non-résidents de l'espace géographique constitué par ces six pays : en effet, certains non-résidents en France, par exemple, résident dans l'un des cinq autres pays de l'espace économique considéré et doivent donc être considérés comme résidents de l'espace constitué par les six pays. Mais, en sommant sur l'ensemble des résidents des six pays concernés, il n'y a pas, *a priori*, de majoration ou de minoration des actifs financiers détenus par les ménages des six pays.

Il faut cependant mentionner un biais certainement mineur : par convention du SEC 1995, les actifs non financiers détenus par un non-résident dans un pays donné (par exemple, une résidence secondaire) sont considérés comme étant détenus au travers d'une société (actif financier). Dans le pays de résidence de l'intéressé, cette résidence secondaire apparaîtra donc, au passif du reste du monde et à l'actif du secteur des ménages résidents, comme un élément du patrimoine financier. Dans la sommation que nous avons effectuée, cette convention aura donc globalement comme conséquence de minorer le patrimoine non financier des résidents de l'espace économique considéré et de majorer leur patrimoine financier. Quant à la composition des dits patrimoines, elle sera biaisée de la façon suivante : surestimation de la part des titres de sociétés au sein du patrimoine financier et sous-estimation de la part du patrimoine résidentiel dans le patrimoine non-financier. Mais, à l'expérience, ces biais nous paraissent tellement faibles qu'il n'y a pas vraiment lieu de nous en inquiéter.

Sur un poste, un recoupement est possible avec les données concernant la zone euro déjà publiées par la BCE, il s'agit des créances des ménages sur les compagnies d'assurance et les fonds de pension : le bulletin mensuel de la BCE de septembre 2001 donne, pour l'ensemble des 11 pays de la zone euro à la date du 31 décembre 1999, un montant de créances des ménages de 2 669 milliards d'euros ; pour les cinq pays de la zone euro que nous avons couverts dans notre échantillon, nous parvenons, pour la même date, à 2 029 milliards d'euros, soit plus des trois quarts du total. Les cinq pays de notre échantillon rassemblent certes 85 % de la population de la zone euro, mais hors échantillon figurent deux petits pays où l'assurance-vie est très développée : l'Irlande et, surtout, le Luxembourg. Les proportions mentionnées ci-dessus ne sont donc pas déraisonnables.

Tableau n°2
Europe*
Composition du patrimoine financier des ménages

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Moyens de paiement	11,5	11,0	10,8	10,3	10,2
2. Autres dépôts	26,1	24,5	21,6	19,9	17,7
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	10,4	10,4	9,1	7,9	6,3
4. Actions des sociétés (cotées et non cotées) et Mutual Funds	22,9	24,6	27,7	31,0	36,1
5. Assurances et fonds de pension	29,2	29,5	30,8	30,9	29,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	9.326.039,3	10.220.861,9	11.517.759,5	12.621.502,4	14.266.409,5

* Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni.

6

Le tableau n° 2 fournit pour les cinq années 1995 à 1999 la composition à la fin de chacune de ces années du patrimoine financier des six pays européens retenus. Les traits marquants de l'évolution de cette composition sont faciles à faire ressortir :

- stabilité ou quasi-stabilité de la part des moyens de paiement (un peu au-dessus de 10 % du patrimoine financier total) et de la part des créances sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension (autour de 30 %) ;
- forte décroissance de la part des emprunts et obligations (qui ne dépasse guère 6 % en fin de période) et de celle « autres dépôts bancaires et assimilés » (qui perd 8 points sur la période) : ces deux évolutions sont évidemment dues, pour la première, aux règles de gestion des finances publiques imposées par le traité de Maastricht pour cinq des six pays de l'échantillon, pour la seconde, au mouvement de désintermédiation bancaire provoqué par l'attractivité des offres apparues en matière d'assurance-vie et de gestion collective des placements ;
- forte croissance de la part des actions de sociétés et des titres d'organismes de placements collectifs (+13 points de pourcentage) qui est la résultante d'un système de forces agissant dans le même sens : baisse des taux d'intérêt jusqu'au début de l'année 1999, opérations de privatisation de nombreuses sociétés, tenue exceptionnelle des marchés boursiers en 1998 et 1999, diversification de l'offre de produits de gestion collective.

Il est intéressant de rapprocher ces évolutions du seul élément du compte de variation de patrimoine financier en notre possession, c'est-à-dire le montant et la composition des flux nouveaux de placements financiers réalisés par les ménages résidents des six pays de « l'échantillon », puisque, dans le solde de la variation de patrimoine financier, les « réévaluations », on l'a dit, ne sont pas séparées des « autres variations en volume ».

Tableau n°3
Europe
Répartition du flux de placements financiers des ménages

	1995	1996	1997	1998	1999	Moyenne 1995-1999
1. Moyens de paiement	9,7	14,0	23,5	22,6	33,7	20,7
2. Autres dépôts	37,5	25,3	0,0	5,8	- 4,3	12,9
3. Obligations, emprunts publics et autres titres de taux	15,9	- 6,7	- 15,7	- 41,9	- 12,2	- 12,1
4. Actions des sociétés et Mutual funds	- 5,1	9,3	32,6	55,2	24,6	23,4
5. Assurances et fonds de pension	42,0	58,0	59,7	58,3	58,1	55,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en millions d'euros)	424.886,0	376.591,1	381.855,4	376.831,5	430.166,0	

Ce rapprochement flux-encours n'est pas sans soulever certaines interrogations.

Certes, deux évolutions paraissent logiques dans cette confrontation : le flux de placements sur les emprunts et obligations est négatif et leur part dans les encours diminue fortement ; la part des nouveaux placements bancaires est faible dans les flux et leur part dans les encours est sérieusement tirée vers le bas.

En revanche, les trois autres évolutions de parts d'actifs financiers ne pourraient réellement être commentées de façon rigoureuse que si l'on possédait des informations précises sur le poste « réévaluations ». Ces informations restant inaccessibles, nous avons formulé l'hypothèse « héroïque » que le poste « autres changements de volume » restait modeste ou que, tantôt positif et tantôt négatif, il avait tendance à se compenser d'une année sur l'autre : si l'une ou l'autre de ces hypothèses est vérifiée, on est alors fondé à calculer les « réévaluations » de chaque année en soustrayant du patrimoine de clôture le patrimoine d'ouverture et le montant de flux nouveaux de placements financiers. Cette opération une fois faite, il est alors possible de mettre

en évidence la part prise par les mouvements de prix des actifs dans l'évolution nominale des patrimoines financiers. C'est ce que nous avons fait dans le tableau ci-après, en regroupant les deux premières années de la période et les trois dernières pour chacun des six pays de « l'échantillon ».

Tableau n°4
Part moyenne des « réévaluations » dans la croissance nominale des patrimoines financiers des ménages (en %)

	1995-1996	1997-1999	Variation de cette part (en points de pourcentage)
Allemagne	24,2	36,1	+11,9
Espagne	40,0	62,2	+22,2
France	34,1	64,6	+30,5
Italie	22,0	63,0	+41,0
Pays-Bas	50,1	58,8	+8,7
Royaume-Uni	67,0	73,7	+6,7
Moyenne arithmétique simple	39,6	59,7	+20,1

Source : *Les Européens et leur épargne*, par André Babeau, *Economica*, septembre 2001, page 103.

8

Dès 1995-1996, les « réévaluations » représentaient déjà, aux Pays-Bas et surtout au Royaume-Uni, plus de la moitié de la croissance nominale du patrimoine financier des ménages.

Pour l'ensemble des pays considérés, la part des « réévaluations » dans la croissance nominale qui était déjà, en moyenne, de près de 40 % en 1995-1996 s'est hissée à près de 60 % au cours des trois années suivantes. Cette accélération globale des mouvements de prix est évidemment due aux trois années boursières très favorables qui vont de 1997 à 1999. Elle prouve suffisamment que les évolutions de la part des différents types d'actifs financiers dans le patrimoine total ont forcément été très dépendantes de la répartition des plus-values entre les actifs considérés.

C'est ainsi que la baisse de la part des emprunts et obligations et celle des « autres dépôts bancaires et assimilés » qui ont été mentionnées ci-dessus ont, à coup sûr, été fortement amplifiées en raison de la faiblesse des plus-values associées aux premiers et de leur absence totale en ce qui concerne les seconds. L'analyse détaillée des plus-values apparues dans les patrimoines financiers des ménages fait en effet ressortir leur concentration sur les portefeuilles d'actions détenues en direct et sur les portefeuilles d'OPCVM à supports actions.

Les moyens de paiement, quant à eux, représentent en moyenne un cinquième du flux de placements nouveaux (34 % en 1999, en raison des craintes suscitées dans certains pays par le passage à l'an 2000 !) et pourtant leur part dans les encours reste stable : la raison en est que les



encaisses en moyens de paiement (billets ou dépôts sur compte de chèques) sont tout à fait étrangères à ces « réévaluations » dont le rôle a été si important au cours de la période étudiée.

Une remarque du même ordre peut être faite en ce qui concerne les créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension : elles représentent plus de la moitié des flux nouveaux de placements financiers et pourtant leur part dans le patrimoine financier reste stable au cours de la période considérée : c'est que, globalement, les créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension n'ont, en dehors du Royaume-Uni, que peu profité des plus-values boursières. Au Royaume-Uni en effet, les portefeuilles des sociétés d'assurance⁶ et même ceux des fonds de pension sont, pour une bonne part, composés d'actions et ils tirent donc largement parti d'une conjoncture boursière favorable. Cela est beaucoup moins vrai des autres pays : le portefeuille des fonds de pension néerlandais était encore massivement obligataire au cours de la période considérée. Quant aux créances des ménages sur les compagnies d'assurance dans les cinq pays autres que le Royaume-Uni, elles correspondaient très majoritairement à des contrats à taux garanti qui ne profitent que très indirectement des bonnes performances boursières. Les contrats d'assurance-vie en unités de compte n'ont commencé à se développer réellement en dehors du Royaume-Uni qu'à partir de 1996 et leur montée dans les encours n'a évidemment été que progressive : dans un pays comme la France, qui a pourtant connu entre 1996 et 2000 un vif essor des contrats multi-supports, les engagements des compagnies d'assurance correspondant aux supports en unité de compte⁷ ne représentaient encore fin 1999 que 17 % du total de leur engagements (contre 42 % au Royaume-Uni !).

On voit donc qu'en dehors du Royaume-Uni, les créances des ménages sur l'assurance-vie et les fonds de pension n'étaient pas encore entre 1997 et 1999 en mesure de bénéficier d'importantes plus-values boursières.

La croissance de la part des actions de sociétés et des titres d'organismes de placements collectifs a été forte et doit évidemment beaucoup à l'augmentation du prix des actions. Une analyse plus fine, qui permettrait de distinguer d'un côté les actions détenues en direct, de l'autre, les titres des organismes de placements collectifs, aboutirait probablement aux constatations suivantes. S'agissant des actions détenues en direct, les flux nouveaux de placements entrent pour peu de choses dans l'augmentation de leur part dans le patrimoine total ; dans un pays comme le Royaume-Uni, il s'est même agi, en moyenne, d'importantes ventes nettes d'actions. Dans la plupart des pays européens, beaucoup d'opérations de privatisation ont en effet été suivies de reventes plus ou moins rapides. C'est donc presque exclusivement en raison du très bon



comportement du marché boursier que la part des portefeuilles d'actions a crû dans les patrimoines financiers.

S'agissant au contraire de la part des titres d'organismes de placements collectifs, c'est pratiquement le scénario symétrique qui a prévalu : presque partout, flux important de nouveaux placements - dû en partie à un effet d'offre (diversification des produits, action commerciale soutenue de la part des réseaux bancaires) -, mais plus-values relativement modestes au moins au début de la période où les supports obligations étaient encore largement majoritaires ; ce n'est que progressivement que s'est affirmé le succès des *equity funds* et c'est en seconde partie de période que le rôle des plus-values a commencé de croître.

En ce qui concerne le patrimoine financier des ménages américains, le traitement a été relativement plus simple puisqu'on a trouvé dans les *Flow of Funds Accounts* toute l'information nécessaire⁸. Certains ajustements importants ont cependant dû être faits pour assurer la comparabilité avec les sources européennes.

LE TRAITEMENT DES DONNÉES AMÉRICAINES

10

La méthodologie des *Flow of Funds Accounts* a certes beaucoup de points communs avec le SEC 1995 : inclusion des comptes de patrimoine dans le système global de comptes, valorisation des actifs patrimoniaux aux prix du marché, décomposition des comptes de variation du patrimoine en trois éléments... Elle fait cependant apparaître, sur des points importants, de sensibles différences dont certaines ont déjà été évoquées plus haut : regroupements sectoriels parfois différents, recours à un seul concept de consommation finale qui est en fait proche de celui du SEC 1970, nomenclature des crédits nettement plus précise que celle du Système européen de comptes.

En ce qui concerne l'objet de notre étude, une différence importante apparaît clairement entre les deux systèmes de comptes : le traitement des entreprises individuelles. Dans les *Flow of Funds Accounts*, ces entreprises individuelles apparaissent, en dépit de leur statut, sous forme de détention de capitaux propres ou de parts représentatives de la valeur des dites entreprises : c'est la plus grande partie du *non corporate equity*. À ce titre, le *non corporate equity* prend place dans le patrimoine financier. Le traitement des entreprises individuelles dans le Système européen de comptes est tout à fait différent puisque, dans le secteur S14, les immeubles professionnels, les matériels et équipements et les stocks constituent des éléments du patrimoine non financier des ménages, cependant que les comptes de dépôts bancaires professionnels et les placements de trésorerie des entreprises indivi-

duelles figurent dans leur patrimoine financier. Pour répartir aux États-Unis, le *non corporate equity*, qui représente un poste important, entre patrimoine non financier et patrimoine financier des ménages, nous avons purement et simplement retranché ce poste du patrimoine financier des ménages *stricto sensu* sachant que, lors de la sommation des différents sous-secteurs (entreprises individuelles non agricoles, exploitations agricoles) avec le secteur principal des ménages, nous avons réintégré les différents actifs financiers détenus par les entreprises *non corporate*.

S'agissant des actions non cotées et des « autres participations », au sens qui leur est donné dans le SEC 1995, nous n'avons pas le sentiment que les Américains soient plus avancés que les Européens dans la valorisation de ces rubriques : il n'y a pas en effet, aux États-Unis, d'obligation de dépôt des comptes comme cela existe, par exemple, dans un pays comme la France. Autant les sociétés cotées font l'objet d'études précises, autant la connaissance de l'importance et l'activité réelle des sociétés non cotées semble laisser à désirer⁹. Sur ce point précis, c'est donc à la fois des deux côtés de l'Atlantique que de graves insuffisances semblent exister.

Tableau n°5
États-Unis
Composition du patrimoine financier des ménages*
(en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Moyens de paiement	3,3	2,7	2,2	2,2	1,7	1,6
2. Autres dépôts bancaires et assimilés	12,9	12,3	11,4	10,9	9,8	11,4
3. Obligations et emprunts publics	7,4	7,0	5,7	4,6	4,6	4,4
4. Autres titres de taux	3,9	3,9	3,7	3,7	3,4	3,7
5. Actions de sociétés	21,6	22,2	24,3	24,5	27,5	21,9
6. Money Market Fund Shares	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	3,3
7. Parts de Mutual Funds	6,2	7,1	8,0	8,7	9,8	10,1
8. Bank personal trusts and estates	4,3	4,1	3,9	3,7	3,6	3,5
9. Assurance-vie	3,0	2,9	2,7	2,6	2,5	2,7
10. Fonds de pension	31,0	31,2	31,7	32,2	30,7	32,8
11. Cautions et nantissements	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,3
12. Actifs divers	3,5	3,4	3,2	3,1	2,8	3,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (en milliards de \$)	18.827,5	21.096,2	24.350,0	27.205,7	31.785,7	29.977,3

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

Pour le reste, les évolutions qui apparaissent sur la période ne sont pas si différentes que cela de celles qui ont été mises en évidence précédemment pour l'Europe. Mais, comme nous allons consacrer à cette comparaison la dernière partie de notre contribution, nous nous limiterons ici à quelques observations portant sur des « particularismes » américains. On en relèvera trois :

- le premier correspond à l'existence de *trusts* familiaux, dispositifs, comme l'on sait, typiquement anglo-saxons ; ces *trusts* sont gérés le plus souvent par des établissements bancaires et les fonds disponibles sont placés sur des supports mobiliers ou immobiliers ; leur part, sur la période étudiée, est certes plutôt décroissante, mais elle reste non négligeable : dans les nécessaires regroupements, nous avons rapproché les *trusts* des placements en *mutual funds* ;

- le second particularisme est dû à l'importance des titres de taux émis par les entreprises privées ; leur part est stable dans le patrimoine des Américains, un peu au-dessous de 4 %, alors que la part des emprunts publics est presque divisée par deux en raison du sur-équilibre du budget de l'État fédéral ; on a vu qu'en Europe, les émissions d'obligations *corporate* sont jusqu'à présent, et sauf exceptions, demeurées très modestes ;

- enfin, le dernier particularisme américain résulte d'une définition assez spéciale de la frontière entre assurance-vie et fonds de pension : au sein de l'assurance-vie, à côté de contrats traditionnels du type capital différé (*endowment life insurance*), se sont beaucoup développés aux États-Unis les contrats en rentes (*annuities*) ; ces contrats sont évidemment très proches des prestations versées par les fonds de pension ; certains correspondent d'ailleurs à des placements effectués dans le cadre des fameux « plans 401k » ; dans la nomenclature américaine, les contrats *annuities* sont appelés *pensions insured* et placés dans les créances des ménages sur les fonds de pension ; cette pratique a pour conséquence de minorer très sensiblement la part de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages américains. Mieux vaut donc ici considérer globalement la part des créances des ménages sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension ; encore faut-il préciser qu'il ne s'agit ici que des créances non échues car, en ce qui concerne les créances échues et non encore réglées (sinistres, rachats...), elles sont placées dans le poste résiduel « actifs divers » ; dans le Système européen de comptes ces créances échues devraient sans doute figurer dans le poste « autres comptes à recevoir », mais la formulation du manuel des comptes est, sur ce point, assez imprécise.

Ces particularités étant signalées, il est dès lors possible de se livrer à une comparaison plus systématique de l'évolution de la

composition des patrimoines financiers des ménages en Europe et aux États-Unis.

*L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION
DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN EUROPE
ET AUX ÉTATS-UNIS ENTRE 1995 ET 1999*

Pour effectuer cette comparaison, nous sommes obligés de limiter notre ambition en ce qui concerne la nomenclature utilisée : celle-ci ne pourra en effet comporter que cinq postes, pour lesquels nous avons finalement pu nous assurer que le traitement était homogène, d'abord entre les six pays européens composant notre échantillon, ensuite par rapport au détail de la nomenclature disponible pour les États-Unis dans les *Flow of Funds Accounts*.

Ces cinq postes sont les suivants :

- moyens de paiements : il s'agit des moyens de paiements détenus par les ménages en monnaie nationale ou en devises, sous forme de pièces et billets et surtout de dépôts sur les comptes de chèques ;
- les « autres dépôts bancaires et assimilés » comprennent tous les autres dépôts (comptes à terme, plans d'épargne...) effectués auprès des banques, des caisses d'épargne, des réseaux postaux, des organismes spécialisés... ;
- le poste « obligations et emprunts » comprend tous les titres de taux, émanant d'émetteurs publics ou privés, détenus par les ménages, y compris les titres émis sur le marché monétaire ;
- le poste « actions et *mutual funds* » regroupe l'ensemble des actions cotées (nationales et étrangères) et, en principe, des actions non cotées¹⁰ ; il comprend aussi toutes les parts d'organismes de placement collectifs, y compris celles des fonds monétaires ;
- les créances des ménages concernant l'assurance et les fonds de pension regroupent l'ensemble de leurs droits nets sur les sociétés d'assurance-vie et non vie d'une part, sur les fonds de pension à prestations définies et à cotisations définies, d'autre part.

Comme on l'a déjà signalé plus haut, on a exclu de cette comparaison deux rubriques mineures et inégalement renseignées en Europe suivant les pays : le poste F4, « crédits » dans le SEC 1995 qui n'a pas réellement d'équivalent dans la nomenclature utilisée pour les ménages dans les *Flow of Funds Accounts* et le poste « autres comptes à recevoir » (F79) dans le SEC 1995 qui recoupe mal le poste « actifs divers » (*miscellaneous assets*) des *Flow of Funds Accounts*.

On analysera successivement la composition des patrimoines financiers en 1995, les flux nouveaux de placements sur la période 1995-1999 et enfin la composition de ces mêmes patrimoines à la fin de l'année 1999.

Tableau n°6
Europe - États-Unis 1995
Composition du patrimoine financier des ménages
 (en %)

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

* Les cautions et nantissements ont été reclassés avec les OPCVM et la moitié des « actifs divers » ont été reclassés avec les créances sur les assurances et fonds de pension, en tant qu'estimation des « créances exclues ».

Au point de départ de l'étude, la comparaison est facile à faire :

- le poids de la détention directe de titre de taux est analogue des deux côtés de l'Atlantique, compris entre 10,5 et 11,5 % du patrimoine financier des ménages ;
- l'intermédiation bancaire est encore beaucoup plus développée en Europe qu'aux États-Unis : l'écart est considérable puisqu'il s'élève à 11 points de pourcentage (37,6 % pour l'Europe, 26,5 % seulement aux États-Unis) ;
- l'intermédiation par les sociétés d'assurance et les fonds de pension est, au contraire, beaucoup plus développée aux États-Unis qu'en Europe : écart de 7 points de pourcentage ;
- mais c'est surtout, sans surprise, en matière de détention directe d'actions et d'intermédiation par les organismes de placements collectifs que l'écart est profond entre les deux espaces économiques : près de 13 points de plus aux États-Unis en 1995.

L'évolution de la composition des patrimoines entre 1995 et 1999 dépend, pour partie, des nouveaux flux de placements financiers au cours de la période et, pour partie (une partie qui, comme pour l'Europe, va se révéler fort importante), des « réévaluations » dues à l'évolution des prix sur les marchés des différents actifs détenus.

La comparaison de la structure des flux nouveaux de placements financiers de part et d'autre de l'Atlantique fait apparaître des résultats au moins en partie contre-intuitifs :

- globalement pris, les nouveaux placements auprès des banques et organismes assimilés ont pesé aussi lourd en Amérique (près de 33 %) qu'en Europe (un peu moins de 34 %) ;
- il en est de même, à un niveau plus élevé, des nouveaux placements

Tableau n°7
Moyenne 1995-1999 de la composition
des flux de placements financiers des ménages
(en %)

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

* hors cautions et nantissements et « actifs divers »

après des sociétés d'assurance et des fonds de pension qui ont représenté plus de 55 % du total en Europe et plus de 53 % aux États-Unis ; - en revanche, les souscriptions et achats nets de titres de taux se sont élevés à plus du cinquième des placements nouveaux aux États-Unis (on a vu qu'il s'était surtout agi d'obligations émises par entreprises), alors que leur contribution était nettement négative en Europe (-12 %) ;

- de même, le contraste est fort, mais en sens inverse, en ce qui concerne les souscriptions et achats nets d'actions détenues en direct et de parts d'organismes de placements collectifs : aux États-Unis, on a assisté à de très importantes ventes nettes d'actions détenues en direct qui n'ont pas été entièrement compensées par les placements, pourtant importants, effectués auprès des *mutual funds* ; finalement, le solde algébrique de ces mouvements est négatif, à hauteur de six points de pourcentage ; en Europe, les souscriptions et achats nets d'actions détenues en direct ont été modestes, mais certainement pas négatifs ; quant aux nouveaux placements sur les fonds de gestion collective, ils ont été fort importants, d'où, au total, une part dans l'ensemble des placements qui s'approche, en moyenne sur la période, de près du quart.

À l'arrivée, soit à la fin de l'année 1999, les évolutions de la composition des patrimoines financiers ne sont pas du tout celles qu'on pourrait prévoir au seul vu de la structure des nouveaux placements ; c'est que les évolutions du prix des actifs détenus ont joué, au cours de la période étudiée, un rôle considérable. Celui-ci a déjà été précédemment souligné en ce qui concerne les pays européens. S'agissant des États-Unis, une estimation des plus-values en capital sur les actifs financiers montre qu'elles ont représenté, au cours des quatre années qui vont de fin 1995

à fin 1999, plus des quatre cinquièmes de la croissance nominale du patrimoine financier des ménages américains, soit une part encore plus importante que celle qui a été mise en évidence pour les pays européens.

Les modifications dans la composition des patrimoines, aux États-Unis plus encore qu'en Europe, dépendent donc bien davantage de la répartition des plus-values entre les différents types d'actifs que de la structure du flux nouveau de placements. Or, cette répartition est évidemment liée, de façon étroite, à la nature des différents placements.

Tableau n°8
Europe - États-Unis 1999
Composition du patrimoine financier des ménages
(en %)

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

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

Les évolutions de la composition du patrimoine financier ne sont dès lors pas du tout celles qu'on aurait pu inférer de la seule composition du flux nouveau de placements financiers. On l'a déjà vu pour l'Europe. S'agissant des États-Unis, compte tenu des nouveaux placements, on aurait pu s'attendre à une reprise de l'intermédiation bancaire ; ce n'est pas ce qui apparaît dans les encours où la part des dépôts bancaires continue de refluer (moins de 12% en 1999, contre près de 17 % en 1995) : c'est que ces encours ne profitent évidemment en rien des « réévaluations ». Même observation en ce qui concerne la part des emprunts et obligations : leur part dans les flux a été forte, mais les portefeuilles n'ont que peu profité de plus-values. De façon assez similaire, la part des créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension s'est plutôt un peu tassée aux États-Unis entre 1995 (36 %) et 1999 (35 %), en dépit de montants de placements nouveaux fort importants : c'est que, malgré la relative importance des contrats en unités de compte (*life variable insurance*) dans les encours, les plus-values boursières sur l'ensemble de ce poste semblent avoir été assez modestes.

Reste le poids relatif des portefeuilles d'actions et des parts de *mutual funds* qui a gagné près de 10 points de pourcentage dans les encours, alors que la contribution nette de ce poste au flux nouveau de placements financiers a été négative : mais c'est évidemment la rubrique qui a bénéficié de la plus grande partie des plus-values financières.

Finalement, s'agissant de la comparaison Europe-États-Unis, les évolutions de la composition des patrimoines financiers se ressemblent beaucoup : diminution de l'intermédiation bancaire, augmentation de la part des actions et des organismes de placements collectifs, stabilité du poids relatif des créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension. Mais les écarts entre les deux structures de patrimoine restent de même sens et presque de même ampleur.

Tableau n°9
Évolution des différences dans la composition des patrimoines financiers des ménages en Europe et aux États-Unis, en 1995 et 1999
(part Europe moins part États-Unis, en points de pourcentage)

	1995	1999
Moyens de paiement	+8,1	+8,5
Autres dépôts bancaires	+13,0	+7,7
Obligations et emprunts	-1,1	-1,7
Actions et organismes de placement collectifs	-12,8	-9,2
Assurances et fonds de pension	-7,1	-5,4
Total	0,0	0,0

S'agissant des moyens de paiement, c'est grosso modo la stabilité de l'écart des proportions qui prévaut et l'on peut se demander comment les ménages américains peuvent fonctionner avec aussi peu de « cash » : la définition des encaisses sur compte de chèques est-elle bien la même de part et d'autre de l'Atlantique ? Le crédit par carte se substituerait-il à la détention de liquidités ?

Du côté des « autres dépôts bancaires », l'écart reste naturellement de même sens, mais il s'est réduit de plus de 5 points : Europe et États-Unis vont-ils converger ici vers un même niveau, assez faible, d'intermédiation bancaire ?

S'agissant de la part des obligations, l'écart reste de même sens et sa valeur absolue n'a pas beaucoup varié.

Quant au poids relatif, d'une part des actions et titres d'organismes de placements collectifs, d'autre part, des créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension, l'Europe s'est un peu rapprochée des États-Unis, mais les écarts des proportions restent substantiels, surtout en ce qui concerne les actions détenues en direct.



Les lacunes qui existent encore dans les comptes de patrimoine, en Europe et, dans une moindre mesure, aux États-Unis, rendent difficile une étude rigoureuse de l'évolution de la composition des patrimoines financiers. Il faudrait, en particulier, que ces comptes comportent une affectation détaillée des plus-values aux différents types d'actifs concernés. Sur ce point comme sur d'autres, on est encore, si l'on peut dire, loin du compte.

Les résultats obtenus ici nous paraissent cependant déjà éclairants. Fin 1999, la composition du patrimoine financier des ménages aux États-Unis était encore assez différente de celle qui caractérisait le patrimoine financier des Européens, encore davantage marqué par l'intermédiation bancaire. On pourrait attribuer cette différence au niveau même de ces patrimoines : le patrimoine financier des Américains est, en moyenne, environ 2,5 fois plus élevé que celui des Européens : une tendance générale se manifesterait dans le sens d'une diminution de l'intermédiation bancaire quand le patrimoine moyen augmente et donc se diversifie. Nous pensons cependant que le fonctionnement des institutions et les effets d'offre de la part des institutions financières jouent ici un grand rôle. Si le fonctionnement des institutions se rapproche de part et d'autre de l'Atlantique (meilleur contrôle des déficits budgétaires en Europe, place plus grande accordée à la capitalisation des retraites) et si l'offre des institutions financières évolue de la même façon (l'assurance-vie en unités de compte pourrait ainsi devenir aussi importante en Europe qu'aux États-Unis), les compositions des patrimoines financiers des ménages dans les deux espaces géographiques pourraient continuer de converger, en dépit de niveaux de patrimoine dont le rapprochement ne peut relever que de la longue, voire de la très longue période, une période peut-être presque « braudélienne ».

NOTES

1. *La composition des patrimoines financiers et des flux de placements financiers des ménages en Europe et aux États-Unis, 1995-1999*, rapport pour le compte du CGP. C'est naturellement avec l'autorisation du Commissariat général du plan que cet article a été rédigé.
2. On se référera sur ce point aux deux contributions figurant au début de ce numéro spécial : *Encore de sérieuses zones d'ombre dans nos connaissances* et *Le modèle d'accumulation patrimoniale*.
3. Tableau R.100, par exemple, *Change in Net Worth of Households and Nonprofit Organizations*, mais tous les tableaux d'analyse des changements intervenus dans les patrimoines sont présentés de la même façon.
4. Voir sur ce point, dans ce numéro *Encore de sérieuses zones d'ombre dans nos connaissances* par André Babeau.



LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN EUROPE
ET AUX ÉTATS-UNIS (1995-1999)

5. Une définition précise de ces différents postes est fournie dans la deuxième partie de cet article, à l'occasion de la comparaison Europe-États-Unis.
6. Il s'agit souvent d'actions détenues pour le compte de souscripteurs dans le cadre de contrats *Unit linked*.
7. Nous disons bien supports et non pas contrats, car les contrats en unités de compte comportent presque toujours un compartiment à taux garanti, géré de façon traditionnelle sur supports obligataire ou monétaire : ce compartiment n'est pas susceptible de bénéficier directement de plus-values.
8. Le *Board of Governors du Federal Reserve System de Washington* publie, sur son site internet, les *Flow of Funds Accounts of the United States (Annual Flows and Outstandings)*. La série disponible est impressionnante puisqu'elle remonte au début des années 1940.
9. On signalera cependant que le poste « non corporate equity » semble contenir une partie de la valeur des sociétés « non publicly traded ».
10. Voir plus haut, sur ce point, nos plus expresses réserves en ce qui concerne tant l'Europe que les États-Unis.

