

L'ÉPARGNE : ÉVOLUTION, FLUX, COMPORTEMENTS

PATRICK ARTUS *

L'évolution des goûts des épargnants français : aversion pour le risque, sensibilité aux taux d'intérêt

Le graphique 1 montre l'évolution de la structure de l'actif financier des ménages français. Une surprise est la part des actions, qui est très importante, contrairement à une idée reçue. En fait, il s'agit essentiellement d'actions non cotées, de parts de petites entreprises. Les émissions d'actions cotées ont atteint seulement 36 MdsF de 1995, 39 MdsF en 1996, ce qui est minuscule. Il y a en France une abondante épargne de « proximité », vers ces petites entreprises, mais très peu d'épargne en actions vers les sociétés.

Les autres évolutions sont assez transparentes : depuis le milieu des années 1980, la part de l'assurance-vie augmente régulièrement ; de 1983 à 1993, on observe une hausse de celle des OPCVM et une baisse de celle des liquidités ; depuis 1994, le mouvement sur ces deux postes est inversé. Les autres composantes de la richesse financière (obligations détenues directement en particulier) sont négligeables.

Cette analyse permet d'identifier quelques caractéristiques importantes du comportement d'épargne :

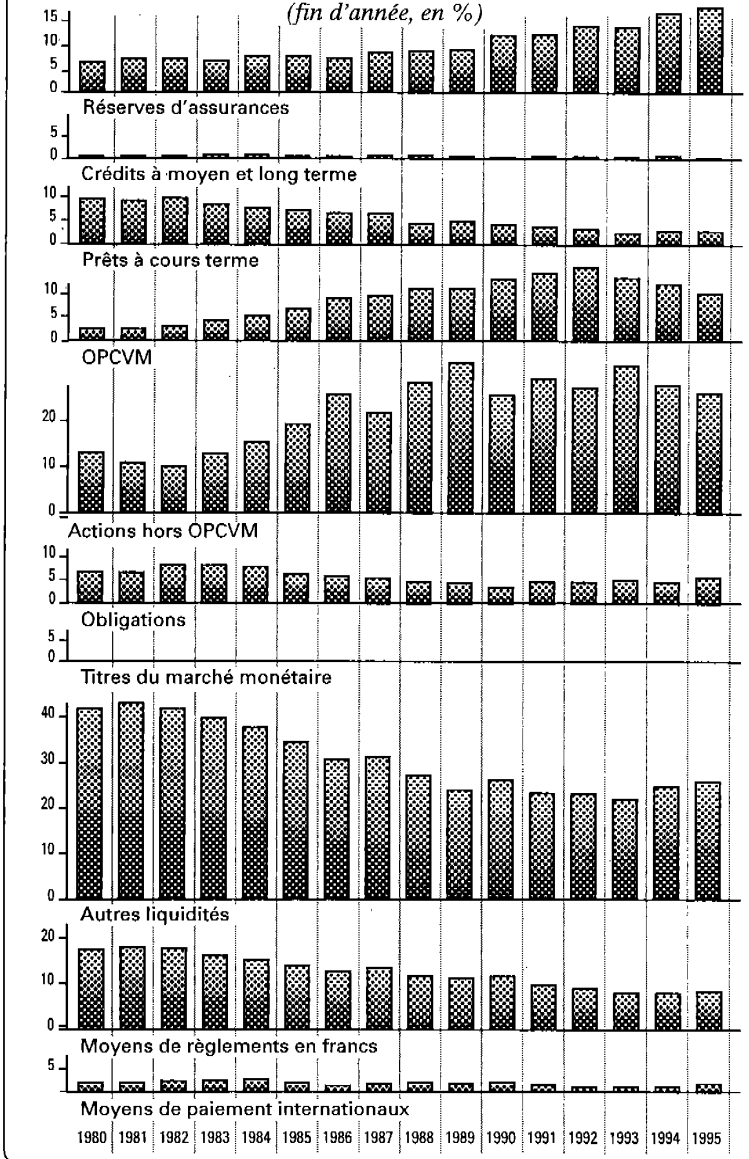
— l'aversion pour le risque est très forte ; très peu d'actifs risqués sont détenus directement ; bien sûr les ménages détiennent un très important portefeuille d'obligations au travers de l'assurance-vie (graphique 2), mais ils ne perçoivent absolument pas le risque de taux qui est associé à ces placements. Cette situation est très importante pour l'avenir : il sera très difficile et très long d'accroître l'encours de titres risqués détenus par les ménages français, et il sera probablement nécessaire d'intermédiaire durablement (par l'assurance-vie, peut-être par les fonds de pension) la détention d'actifs risqués ; il y aura également durablement un marché pour les fonds à capital garanti, incluant les options qui permettent de neutraliser le risque de perte en capital ;

27

* Directeur des études économiques, Caisse des dépôts et consignations.

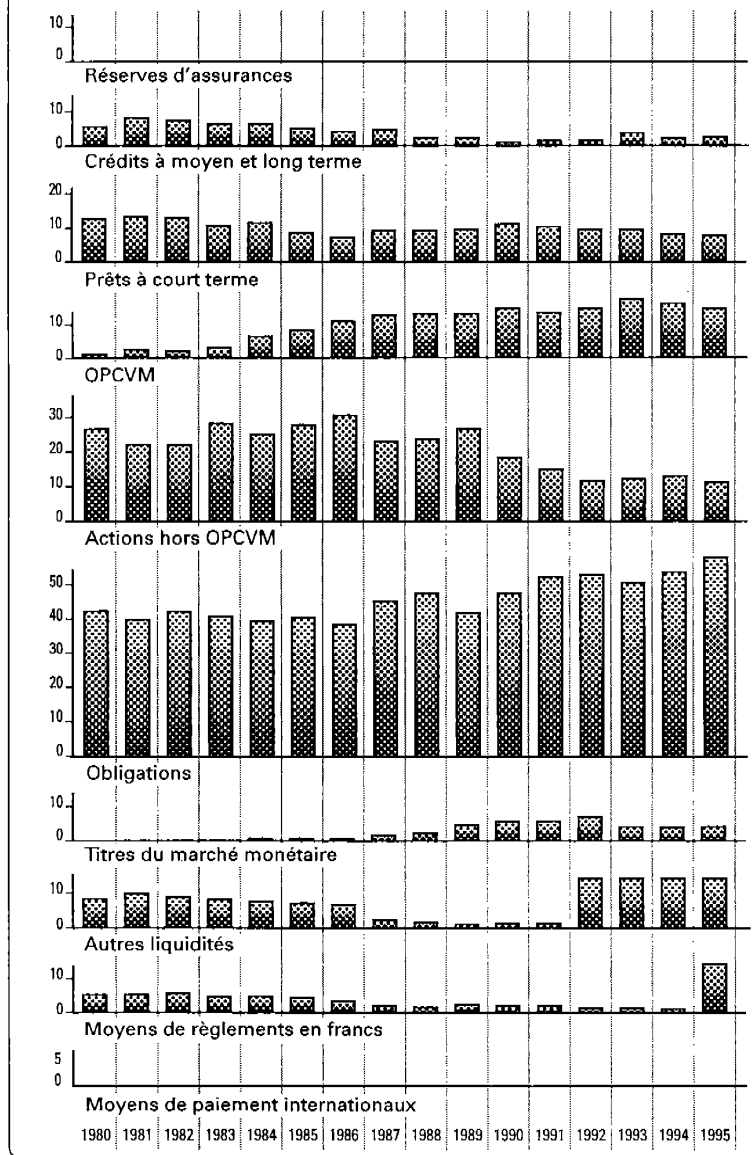
Graphique 1

Structure de l'actif financier des ménages
(fin d'année, en %)



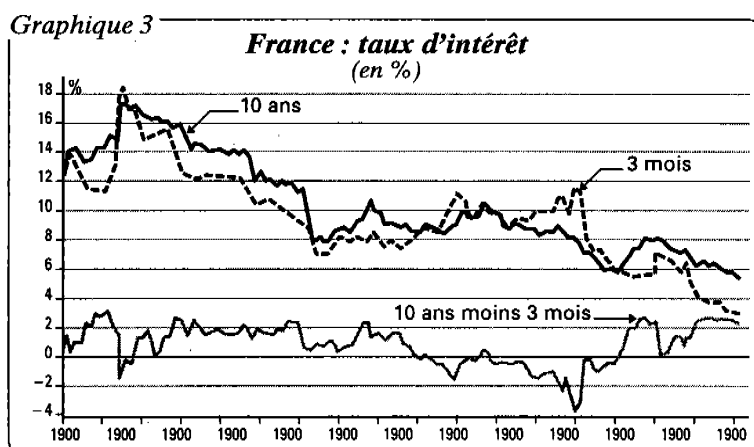
Source : INSEE, Banque de France

Graphique 2
Structure de l'actif financier des sociétés d'assurance



Source : INSEE, Banque de France

— la sensibilité aux taux d'intérêt est devenue grande ; il est frappant de voir que, entre 1988 et 1993, le fait que les taux courts soient très élevés (supérieurs aux taux longs, voir graphique 3) a impliqué un très fort développement des actifs liés au taux du marché monétaire ; que depuis la baisse des taux courts, et la pentification de la courbe de structure des taux, ce n'est plus le cas, et il y a au contraire report vers les liquidités et vers l'épargne longue.



Source : Datastream

L'analyse de la structure détaillée de l'épargne liquide (tableau 1) conduit aux mêmes conclusions. Pendant l'année 1996, les dépôts à vue ont augmenté sensiblement (+ 6,9 %) ; les différents livrets réglementés fortement (+ 9,5 %), grâce au livret d'épargne populaire ; les actifs liés aux taux d'intérêt monétaires (dépôts à terme, OPCVM monétaires...) ont fortement reculé (- 11,7 %) ; l'épargne contractuelle longue (plan d'épargne logement...) a considérablement augmenté (+ 18,1 %). La réaction des ménages est donc exactement conforme à l'analyse théorique : devant la baisse des taux d'intérêt à court terme, l'épargne se reporte aux deux extrêmes : vers la monnaie pure, mal rémunérée mais très liquide (c'est la « trappe à liquidité ») ; vers les actifs longs pour profiter de rendements plus élevés. Devant l'augmentation du risque, les produits sans aucun risque en capital (épargne logement, livrets...) sont attractifs.

— Aussi bien pour des raisons liées à l'offre que pour des raisons liées à la demande, le financement externe des entreprises sera limité. On sait que l'investissement est faible et les besoins de financement extrêmement réduits ; même avec un niveau de cours très élevé, les entreprises ne recherchent pas de ressources sur le marché action ; les entreprises ayant peu de besoins et les investisseurs ayant une forte aversion pour le risque, le marché obligataire est monopolisé par l'Etat : en 1996, les émissions d'obligations en francs ont atteint 302 MdsF, dont 265 MdsF pour l'Etat ; la part des autres émetteurs est donc ridicule. Il y a eu par ailleurs 129 MdsF d'émissions nettes sur le marché de l'euro-franc, mais c'est un marché où seuls les non-résidents émettent (pour 133 MdsF en termes nets en 1996) pour profiter de l'excès d'épargne des institutionnels français.

Au total, l'analyse de la structure du patrimoine financier des français révèle quelques caractéristiques intéressantes, ou inquiétantes pour l'avenir : réactivité vis-à-vis des rendements, ce qui est favorable, mais forte aversion pour la détention directe d'actifs risqués et forte préférence pour les titres publics, ce qui est néfaste.

Tableau 1 : Les agrégats de monnaie et de placement

	Encours en fin de mois données brutes			Variation			
				Mensuelle données cvs en fin de mois		Sur 12 mois Données brutes en fin de mois	
	1996					Année	Nov. 1996/
	Sept.	Oct.	Nov.	Oct.	Nov.	1995	Nov. 1995
AGREGATS DE MONNAIE							
M1							
Billets et monnaies	251,1	252,5	249,6	0,4	0,7	1,4	3,2
Dépôts à vue	1 417,3	1 380,3	1 405,5	-2,8	3,5	10,1	6,9
<i>Total M1</i>	1 668,4	1 632,8	1 654,6	-2,3	3,1	8,8	6,3
M2-M1	1 472,6	1 485,8	1 493,1	1,3	1,1	8,5	9,5
Livrets A	657,5	656,3	653,6	0,2	0,2	6,9	-5,3
Livrets bleus	89,2	89,2	88,7	0,6	0,5	10,2	-1,3
Comptes d'épargne logement	147,5	148,8	149,5	1,6	1,2	3,3	9,6
Codevi	194,4	195,8	195,8	-0,6	0,0	24,0	8,0
Livrets d'épargne populaire	157,6	160,3	162,3	1,9	1,7	12,6	71,7
Livrets jeunes	23,6	24,1	24,5				
Livrets soumis à l'impôt	202,7	211,4	218,6	5,4	4,5	2,5	27,8
<i>Total M2</i>	3 141,0	3 118,6	3 147,8	-0,6	2,2	8,7	7,8
M3-M2	2 130,1	2 113,1	2 112,2	-1,2	0,0	-0,3	-11,7
Dépôts et TCN en devises	108,1	110,2	120,2			19,0	6,4
Placements à terme	578,3	571,0	563,3	-1,1	-1,0	12,3	-21,3
- Dépôts à terme	404,9	397,4	391,9	-1,3	-1,3	23,6	-25,0
- Bons de caisse et d'épargne	173,4	173,6	171,5	-0,5	-0,4	-9,5	-11,2
Titres de créances négociables (a)	306,6	315,7	312,8	-0,4	-2,1	0,5	-25,2
- Certificats de dépôts et BMTN	289,0	300,3	296,8			0,4	-25,2
- Bons et BMTN des ISF	17,7	15,4	16,0			3,2	-25,6
Titres d'OPCVM monétaires	1 117,0	1 096,1	1 095,8	-1,0	-1,2	-8,6	-2,3
Parts de fonds communs de créances	20,1	20,1	20,1				
<i>Total M3</i>	5 271,1	5 231,7	5 260,0	-0,8	1,3	4,8	-1,0
M4-M3	93,8	93,1	96,4	-3,1	2,8	8,8	28,0
Titres de créances négociables (a)	93,8	93,1	96,4			8,8	28,0
- Bons du Trésor	71,6	70,9	76,9			25,3	33,4
- Billets de trésorerie et BMTN	22,2	22,2	19,5			-24,5	10,5
<i>Total M4</i>	5 364,9	5 324,8	5 356,4	-0,9	1,3	4,9	-0,6
AGREGATS DE PLACEMENT							
P1	867,1	875,2	883,2	1,3	1,1	15,6	25,2
Plans d'épargne-logement	7,8	8,1	8,1				
Comptes espèces associés aux PEA							
Autres comptes d'épargne à régime spécial	1,0	0,9	0,9				
Contrats d'épargne - Sociétés de crédit différé	1,9	1,9	1,9			17,2	16,8
Plans d'épargne populaire	551,4	550,2	553,0			12,1	25,0
Titres d'OPCVM garantie	103,4	105,8	107,4			1,2	1,4
Bons de capitalisation	303,7	304,0	304,4	-0,5	-0,1		
<i>Total P1</i>	1 836,3	1 846,1	1 858,8	1,2	0,8	12,9	18,1

(a) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 - M2, s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés), ou dans M4 -M3, s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.

Source : Banque de France

Structure du patrimoine financier : le modèle français comparé à quelques autres modèles nationaux typiques

Nous venons de voir les caractéristiques essentielles du modèle français : concentration sur les actifs sans risque apparent et les titres publics. Les autres modèles nationaux, pour les grands pays de l'OCDE, peuvent être extraordinairement différents.

Au *Royaume-Uni* (tableau 2) les ménages détiennent peu de liquidités (10 % de leur actif financier seulement est sous forme de dépôts bancaires), mais investissent dans les « building societies » (10 % de l'actif aussi). Le trait frappant est la part des actions détenues directement (18 %) et celle de l'assurance-vie et des fonds de pension (49 %). Les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension eux-mêmes, détiennent 73 % de leur actif sous forme d'actions (tableau 3), ce qui est incroyablement plus que dans le cas français (12 %).

Tableau 2 :
Structure de l'épargne financière au Royaume-Uni (%)

Ménages (inclus entreprises individuelles)	1990	1992	1995
Liquidités	1,1	1,0	0,9
Emprunts d'Etat	0,8	1,3	0,7
Epargnes collectives	3,0	2,9	2,8
Dépôts bancaires (sterling)	13,0	11,0	9,8
Dépôts bancaires (devises)	0,3	0,2	0,2
Dépôts auprès des sociétés immobilières	13,5	12,6	10,5
Crédits clientèle	3,5	3,3	2,4
OPCVM	1,5	1,6	2,7
Actions domestiques	14,2	15,0	16,9
Actions étrangères	1,0	1,0	0,9
Assurance & fonds de pension	44,5	46,7	49,1
Instruments financiers divers	1,3	1,2	1,0
Poste d'ajustement	2,1	2,0	1,8
Autres	0,2	0,2	0,1
	100,0	100,0	100,0

Tableau 3 :
Structure de l'épargne financière au Royaume-Uni (%)

Assurance & fonds de pension	1990	1992	1995
Emprunts d'Etat	13,0	12,0	14,9
Position vis-à-vis des banques	6,5	3,7	3,5
OPCVM	5,5	5,8	5,8
Actions domestiques	52,0	55,2	52,8
Actions étrangères	18,1	19,2	19,8
Autres	4,9	4,1	3,2
	100,0	100,0	100,0

En *Allemagne* (tableau 4), la part des dépôts bancaires dans l'actif des ménages (et de l'assurance-vie) est très importante ; la part des actions est assez petite ; l'épargne non liquide est détenue sous forme d'obligations, soit directement, soit au travers de l'assurance-vie et des fonds d'investissement.

Tableau 4 :
Structure des actifs financiers en Allemagne (1995, %)

34

	Ménages	Assurance-vie	Fonds d'investissement
Dépôts	40	37	7
Epargne logement	3	0	0
Assurance-vie	21	0	0
Obligations	16	15	62
Fonds d'investissement	8	12	0
Actions	5	16	24
Autres	7	0	7
Prêts	0	20	0

Le modèle allemand est donc assez voisin du modèle français. Une différence apparaîtrait si on allait plus loin et regardait le secteur bancaire : les banques françaises utilisent aujourd'hui leurs ressources liquides pour prêter à l'Etat ; les banques allemandes font encore massivement des opérations d'intermédiation traditionnelle, et prêtent à moyen long terme aux entreprises.

Aux *Etats-Unis* (tableau 5), la part des actions détenues directement est importante et ascendante (32 % en 1996, en incluant les actions non cotées qui comme en France sont loin d'être négligeables) ; la part des

liquidités est réduite, le reste de la richesse étant confié aux mutual funds et aux fonds de pensions, fortement investis en actions. Les obligations détenues directement sont négligeables.

Tableau 5 :
Structure des actifs financiers des ménages américains (%)

	1991	Fin 1996
Dépôts	20	16
Obligations d'Etat	3	4
Autres obligations	7	5
Actions non cotées	16	12
Actions cotées	17	20
Fonds	8	11
Assurance-vie	3	3
Fonds de pension	25	27
Autres	1	2

Au Japon enfin (tableaux 6), les ménages détiennent énormément de liquidités (dépôts à terme) une large part du reste de la richesse étant investi en assurance-vie. Les sociétés d'assurance détiennent essentiellement des obligations, et, ce qui est original par rapport aux autres pays, font du crédit.

35

Tableaux 6 :
Ménages japonais (mars 1996)

	%
Liquidités (dont dépôts à terme : 45 %)	55
Fonds	9
Assurance-vie	26
Actions	7
Obligations	3

Source : Banque du Japon

<i>Actifs des sociétés d'assurance</i>	%
Liquidités	6
Fonds	4
Actions	19
Obligations	30
Crédit	38
Actifs monétaire	3

On peut finalement dégager deux modèles mondiaux de comportement de placement des ménages :

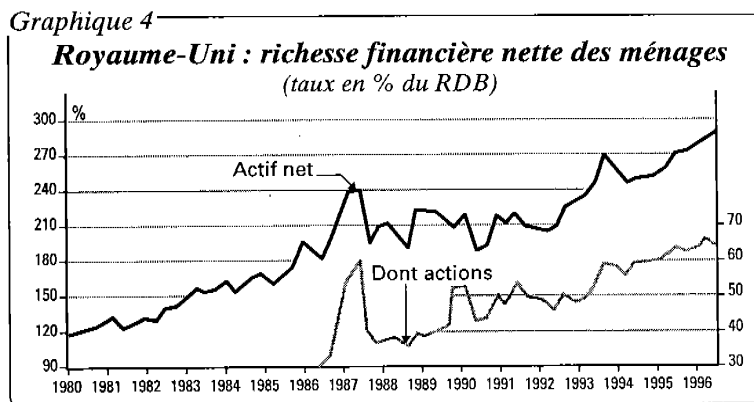
— le modèle franco-allemand-japonais : les ménages détiennent directement très peu d'actions et d'obligations ; ils partagent essentiellement leur richesse entre liquidités (bancaires) et assurance-vie ; l'assurance-vie détient surtout des obligations (ou des actifs de taux) ;

— le modèle anglo-saxon : les ménages ont assez peu de liquidités, et peu d'obligations ; ils détiennent directement de gros portefeuilles d'actions, et détiennent une partie considérable de leur patrimoine dans les assurances-vie ou fonds de pension ; ces derniers investissent essentiellement en actions.

Quels sont les avantages ou inconvénients des deux modèles ?

D'un point de vue conjoncturel, le modèle franco-allemand a permis le financement des déficits publics des deux pays durant les dernières années. Le goût des particuliers pour les placements sans risque, intermédiés vers les obligations, renforcé par une fiscalité allant dans le même sens, a sans doute évité une encore plus forte hausse des taux d'intérêt à long terme.

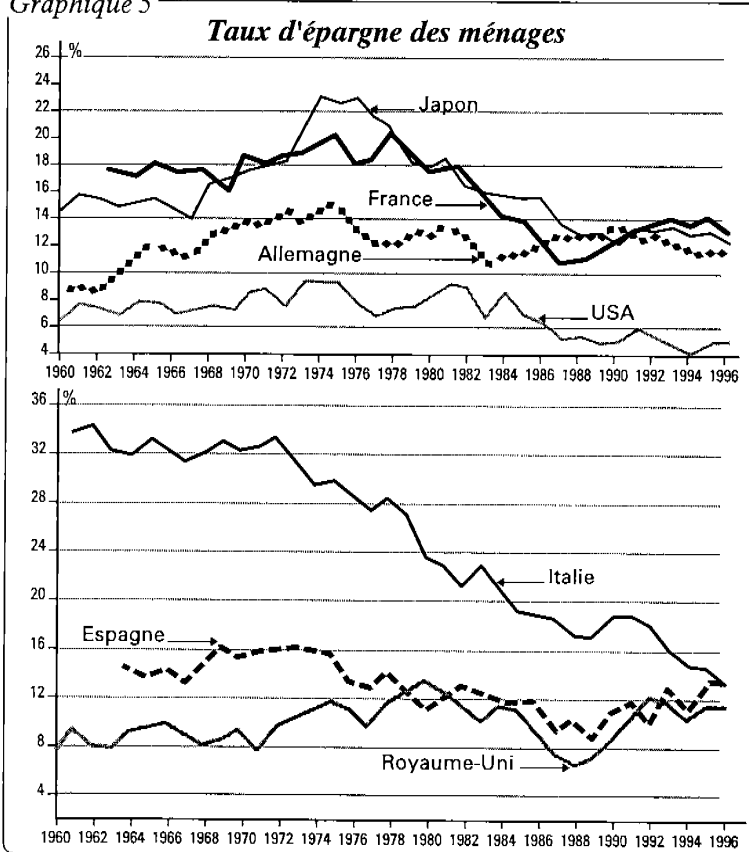
D'un point de vue structurel, le modèle anglo-saxon a certains avantages : possibilité de financement stable des entreprises ; enrichissement des ménages, grâce aux hausses des cours boursiers, lorsque l'économie est en bonne santé, ce qui renforce les cycles ascendants, la consommation progressant avec la richesse. Le graphique 4 montre par exemple la hausse de la richesse financière, due en particulier à celle de la richesse en actions, au Royaume-Uni depuis la reprise de 1992-1993. Ce modèle peut cependant présenter quelques inconvénients : plus grande cyclicité de l'économie, précisément en raison des effets des plus ou moins values patrimoniales ; difficulté de financement des petites entreprises qui n'ont pas accès au marché des actions.



Écarts entre les taux d'épargne, l'équilibre mondial de l'épargne et perspectives d'évolution

Même si les problèmes de mesure et de champ sont très importants ¹, les écarts entre les niveaux d'épargne dans les différents pays sont considérables (graphiques 5 et 5 bis). La tendance mondiale est une forte baisse entre le milieu des années 1970 et la fin des années 1980, puis une stabilisation. Cette baisse est cependant trompeuse : elle résulte le plus souvent de la désinflation, qui permet de ne pas avoir à reconstituer la valeur réelle de la richesse, ainsi que de la déréglementation financière, qui a permis la hausse du taux d'endettement des particuliers.

Graphique 5



Source : OCDE

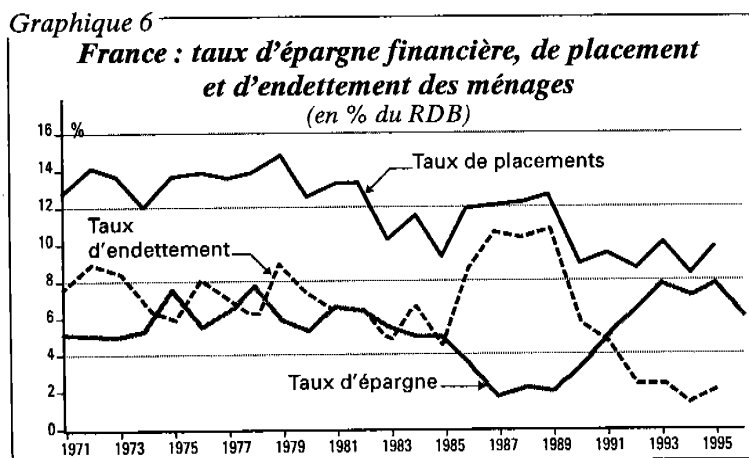
1. Comptabilisation de l'amortissement en capital ; caractère public ou privé des dépenses de santé, d'éducation, liées aux retraites.

Dans la période récente (années 1990), on observe assez souvent une baisse compensatrice du taux d'épargne des ménages là où la politique budgétaire a été très restrictive (Allemagne, Italie), et dans les pays anglo-saxons essentiellement en raison de l'enrichissement, cité dans la section précédente, et dû à la hausse de la valeur des actions détenues durant les phases d'expansion. Dans les autres pays, s'opposent des effets contradictoires qui ont au total un effet ambigu : baisse des taux d'intérêt, qui incite à moins épargner ; hausse du chômage, qui pousse à l'épargne de précaution ; reprise économique, et hausse des revenus, qui permet d'épargner plus (Espagne, France de 1988 à 1990...).

Il faut d'abord voir que le taux d'épargne des ménages est la résultante complexe de plusieurs types de comportements correspondant parfois à des populations différentes.

Ainsi, le graphique 6, montre dans le cas français l'évolution du taux d'épargne financière (hors achats de logements), du taux de placements financiers et du taux d'endettement (rapportés au revenu). Il est clair qu'il ne faut absolument pas assimiler épargne et placements financiers : les placements représentent une part assez régulièrement décroissante du revenu (de 14 % dans les années 1970 à 9 % aujourd'hui) ; si le taux d'épargne a brutalement baissé entre le début des années 1980 et 1987, c'est à cause d'une très violente hausse de l'endettement, liée à la déréglementation (fin de l'encadrement du crédit) ; s'il a remonté fortement de 1989 à 1993, c'est avec un effondrement de la croissance de l'endettement, due à la volonté de resolvabilisation durant la récession et sans doute aussi à la hausse du taux d'intérêt réel pendant les crises du SME.

38



Source : INSEE (TOF)

Jusqu'à présent, les fluctuations du taux d'épargne en France sont donc essentiellement liées à celle de la capacité (ou de la volonté) d'endettement. On ne voit pas encore intervenir dans l'évolution des placements (globalement, sinon dans leur structure) les effets du vieillissement démographique.

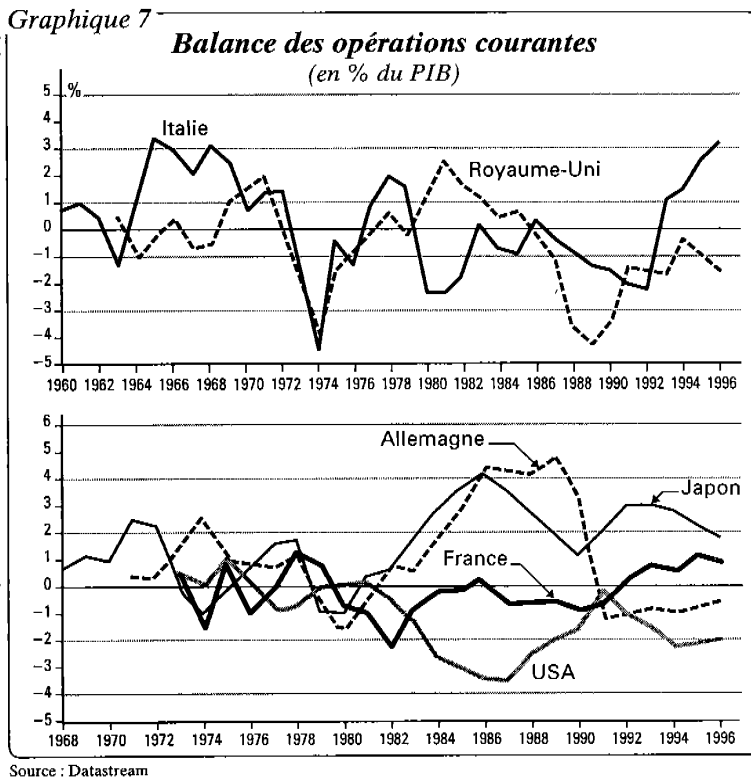
Le tableau 7 ci-dessous montre l'évolution prévisible de la structure de la population française.

Tableau 7 :
Structure démographique en France (% population totale)

	0-19 ans	20-59 ans	Plus de 60 ans
1970	33	49	18
1990	28	53	19
2000	26	54	20
2010	24	53	23
2020	23	50	27
2030	22	48	30
2050	21	45	34

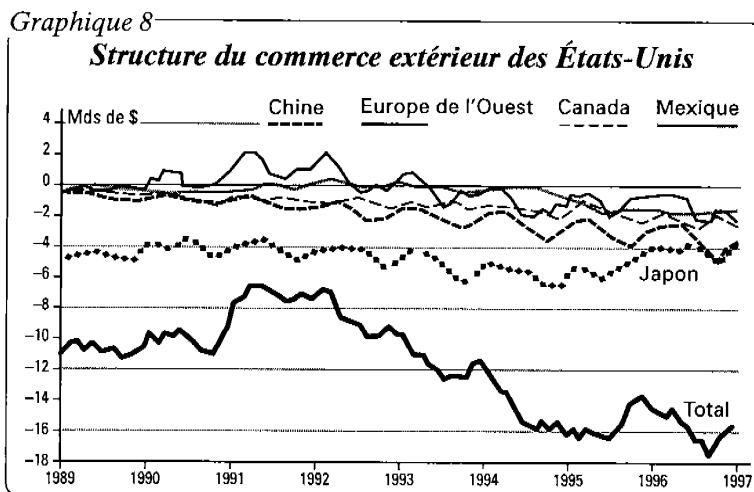
Il montre que le vieillissement n'est pas encore commencé ; il débutera réellement après 2000 et surtout après 2010, mais devrait impliquer que dès aujourd'hui les français actifs constituent une épargne de précaution en raison de la dégradation inexorable du système de retraite publique par répartition. Si on a bien vu un allongement de la maturité de l'épargne, une augmentation globale des placements n'est pas encore visible.

Les écarts entre les taux d'épargne se reflètent dans les écarts entre les soldes des balances courantes (graphiques 7 et 7 bis), qui résultent aussi bien sûr d'autres facteurs (compétitivité, déficits publics...). Si on se concentre sur les situations durables, on voit essentiellement l'excédent japonais et le déficit américain, qui sont bien le reflet des écarts entre les taux d'épargne puisque le dollar est sous-évalué par rapport au yen.



En fait, depuis le début des années 1990, le déficit extérieur des États-Unis qui était traditionnellement concentré sur le Japon s'est diversifié, et concerne maintenant les relations commerciales avec la plupart des régions (graphique 8) : continent américain, Chine, Europe...

Ce déséquilibre chronique pose évidemment la question des transferts d'épargne mondiale et du rôle du dollar comme monnaie de réserve. Nous reviendrons plus loin sur l'internationalisation des marchés financiers. Disons simplement ici qu'il n'est pas sûr que durablement le Reste du Monde accepte d'accumuler des actifs en dollars qui financent en fait l'investissement des États-Unis non couvert par l'épargne domestique. Cependant, le fait que des pays autres que le Japon présentent maintenant un excédent structurel vis-à-vis des États-Unis allège le problème puisque peut-être ces pays sont plus enclins à constituer leur épargne en dollars que le Japon.



Source : DRI

Internationalisation et professionnalisation de la détention de la dette

Diversification internationale

Il y a quelques années, les investisseurs institutionnels détenaient la quasi-totalité de leurs actifs sous la forme de leur monnaie nationale, en raison de la réglementation du risque de change... Le mouvement des 10 dernières années a consisté à l'apparition d'un degré non négligeable de diversification internationale ; le tableau 9 montre qu'elle est encore extrêmement faible en Allemagne (c'est le cas aussi en France), mais qu'elle atteint 5 % aux États-Unis, 14 % au Japon, 27 % au Royaume-Uni. Cette diversification (un peu moins de 10 % en moyenne) porte sur un actif considérable (plus de 6 000 Mds\$ pour les seuls fonds de pension, voir tableau 8).

Tableau 8 :
La taille des fonds de pension (Mds\$, 1993)

Pays de l'OCDE	Montant	% du PIB
Etats-Unis *	2 908	49
Japon	1 752	42
Grande-Bretagne	726	77
Allemagne	254	15
Pays-Bas *	216	68
Suisse	195	83
Canada *	162	29

* Données 1992.

Sources : Pension Funds Indicators (1995) et Principaux Indicateurs Economiques OCDE (1995)

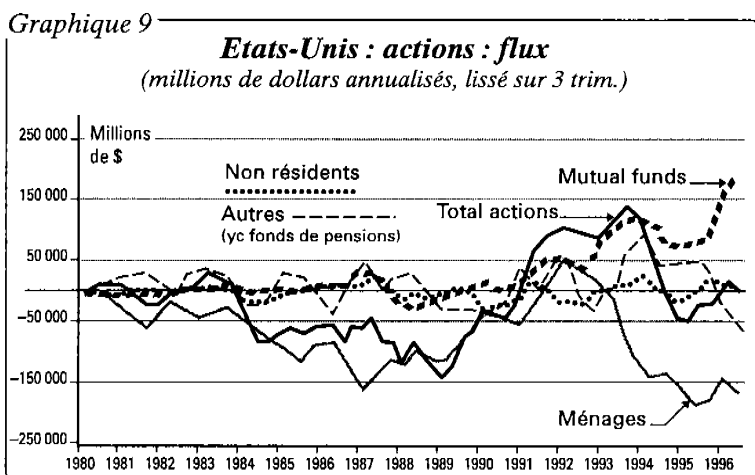
Tableau 9 :
Structure du portefeuille des fonds de pension (en %, 1993)

	Etats-Unis	Japon	Grande-Bretagne	Allemagne	Pays-Bas	Suisse	Canada
Actions nationales	48	24	57	10	8	9	27
Actions internationales	4	5	24	1	11	2	9
Immobiliers	2	3	5	12	11	16	7
Liquidités	12	5	4	8	3	10	8
Obligations nationales	33	54	7	67	61	59	48
Obligations internationales	1	9	3	2	8	4	1
Total	100	100	100	100	100	100	100

Source : Pension Funds Indicators (1995)

Notre sujet direct n'est pas ici les conséquences de cet état de fait sur le fonctionnement du Système Monétaire International, mais il est clair qu'il a signifié la fin des changes fixes en raison de l'écart entre la taille des flux de capitaux qui peuvent résulter des décisions des investisseurs et celle des réserves de change. Une décision mineure de gestion quant à la sur ou sous-pondération d'une devise dans le portefeuille de ces investisseurs, si elle est partagée par la majorité, entraînera nécessairement un mouvement brutal des parités. C'est pour cette raison que la diversification « s'auto limite » : puisqu'elle entraîne un accroissement de la volatilité des taux de change, elle réduit elle-même le degré optimal de diversification.

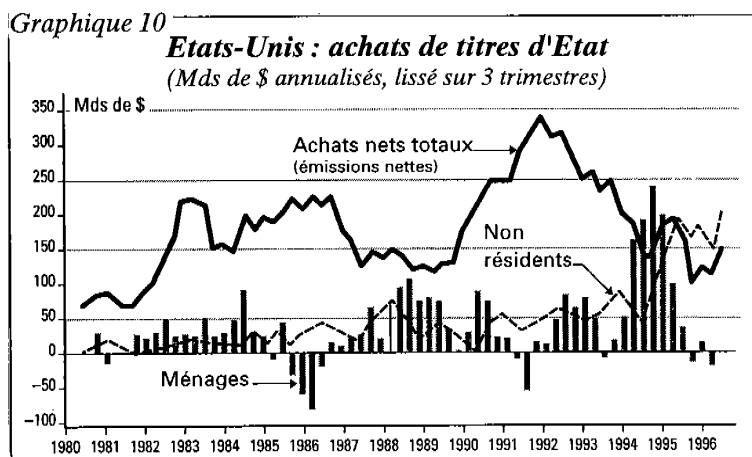
La diversification internationale s'est faite de manière hétérogène, ce qui a des effets puissants sur le fonctionnement des différents marchés nationaux. Le graphique 9 montre l'équilibre du marché des actions aux Etats-Unis.



43

Les sociétés américaines ont beaucoup émis sur ce marché de 1991 à 1994, mais en 1995-1996, comme dans les années 1980, il n'y a pas d'émission. Les achats sont réalisés par les fonds d'investissement (autour de 200 Mds\$ en rythme annuel), et, ce qui est important ici, les non-résidents sont systématiquement absents du marché.

Sur le marché des obligations d'Etat, au contraire (graphique 10), le poids des non-résidents est de plus en plus important, surtout depuis 1994. Depuis deux ans, les achats nets des non-résidents excèdent les émissions nettes d'obligations. Ce sont donc les choix de portefeuilles des investisseurs non-américains (dont les Banques Centrales) qui déterminent assez largement le niveau des taux longs américains et le taux de change du dollar.



Tableaux 10 :
Structure de détention des actifs en France (1996)

	Actions					
	Françaises cotées		Françaises non cotées		Etrangères	
	Juin	Sept.	Juin	Sept.	Juin	Sept.
Ménages	21,3	20,5	42,4	44,9	27,9	26,6
Sociétés	13,6	14,6	39,7	38,3	22,9	22,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	10,1	10,0	3,4	3,1	9,0	9,6
Associations et groupements divers	0,5	0,5	1,4	1,6	0,9	0,9
Administrations publiques	3,2	2,8	0,0	0,0	0,1	0,1
Non-résidents	37,0	37,8	6,8	6,3	7,1	8,6
OPCVM	14,3	13,8	6,2	5,7	32,1	31,9
Total (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Banque de France

L'ÉPARGNE : ÉVOLUTION, FLUX, COMPORTEMENTS

	Titres d'OPCVM français				Titres d'OPCVM étrangers	
	OPCVM français		dont monétaires		Juin	Sept.
	Juin	Sept.	Juin	Sept.		
Ménages	45,2	44,6	30,2	29,8	56,0	54,2
Sociétés	21,1	21,9	34,0	35,4	15,7	16,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	18,1	18,2	13,4	13,0	11,0	11,5
Associations et groupements divers	6,0	5,7	9,6	8,9	2,8	2,5
Administrations publiques	3,5	3,5	4,4	4,3	0,0	0,1
Non-résidents	1,2	1,2	1,2	1,2	3,6	3,8
OPCVM	5,0	5,0	7,2	7,4	10,8	11,5
<i>Total (hors établissements de crédit)</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

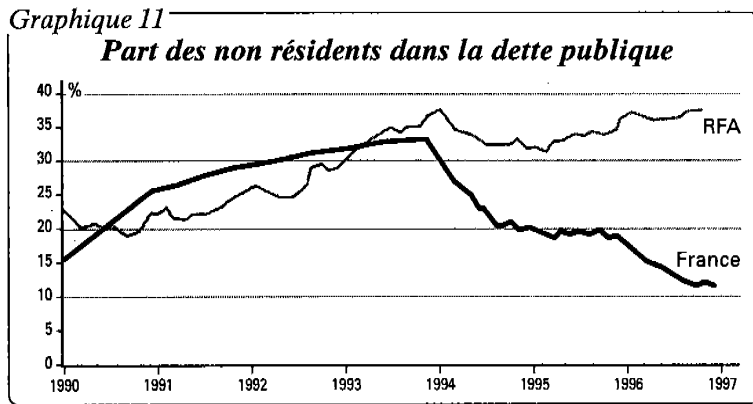
Source : Banque de France : enquête sur la clientèle des principaux établissements dépositaires de titres. L'enquête exclut les titres détenus par les établissements de crédits.

	Obligations				Total	
	Français		Etrangères		Juin	Sept.
	Juin	Sept.	Juin	Sept.		
Ménages	16,0	15,6	4,1	3,8	24,9	24,1
Sociétés	6,2	6,6	9,5	9,8	12,8	13,3
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	39,8	40,0	39,6	37,8	26,5	26,8
Associations et groupements divers	1,1	1,1	1,9	1,9	2,4	2,2
Administrations publiques	1,9	1,7	0,4	0,4	2,4	2,2
Non-résidents	9,8	9,9	24,3	27,2	13,8	14,3
OPCVM	25,2	25,1	20,2	19,1	19,1	17,2
<i>Total (hors établissements de crédit)</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Source : Banque de France

La situation de l'Allemagne est assez voisine de celle des Etats-Unis : la part des non-résidents dans la détention de la dette publique a beaucoup monté, et atteint aujourd'hui près de 40 % (graphique 11). En France, au contraire, la situation est totalement opposée. Le tableau 10 montre la structure de détention des différents actifs financiers à la fin du troisième trimestre 1996. Les ménages détiennent nettement 20 % des actions cotées recensées, 16 % des obligations françaises, ce qui est peu,

et ce sur quoi nous reviendrons. Les investisseurs non-résidents détiennent 38 % des actions françaises cotées, et seulement 10 % des obligations : le marché français des actions est dirigé par les investisseurs étrangers, alors que le marché obligataire est complètement un marché d'investisseurs résidents.



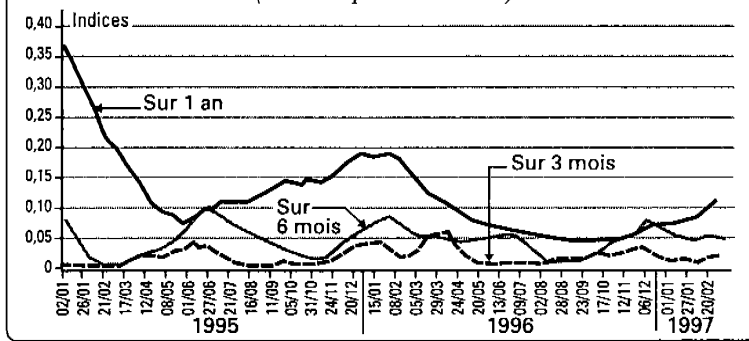
46

On peut donc retenir au total que l'internationalisation des portefeuilles a des effets puissants :

— quand elle porte sur les actifs de taux (obligations), elle accroît la volatilité des taux d'intérêt et des taux de change, et elle fait peser une lourde contrainte sur les politiques monétaires : les Banques Centrales ne peuvent plus se soucier uniquement de leurs objectifs internes, mais doivent faire en sorte que les investisseurs non-résidents ne cèdent pas les titres du pays qu'ils détiennent. Le graphique 12 montre la volatilité historique des taux longs allemands, calculée avec plusieurs longueurs de période. On voit bien apparaître des « bouffées » brutales et périodiques de volatilité ;

Graphique 12

Volatilité des taux à long terme en Allemagne
(mesurée par la variance)

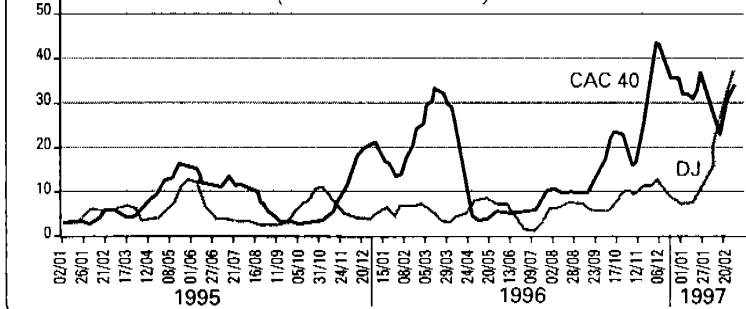


Source : Datastream

— quand elle porte sur les actions, les conséquences sont plus micro-économiques : la gestion et la rentabilité des sociétés cotées doivent être telles que les investisseurs non-résidents maintiennent leurs participations. Le graphique 13 montre que bien que le marché américain soit dominé par les investisseurs domestiques et le marché français par les investisseurs étrangers, la volatilité du marché français est plutôt plus faible, sauf dans les tous derniers mois, que celle du marché américain.

Graphique 13

Volatilité des indices boursiers
(variance sur 3 mois)



Source : Datastream

L'évolution en Europe dans les années qui viennent risque d'être assez brutale. Comme nous l'avons vu, le degré de diversification internationale est très faible, le « nationalisme » de l'investisseur européen étant resté très grand. Après l'unification monétaire, la barrière du change ayant disparu, l'internationalisation sera extrêmement naturelle. On peut donc s'attendre à une interpénétration des différents marchés financiers européens, ce qui sera lourd de conséquences :

— difficultés potentielles de financement pour les pays qui profitent aujourd'hui de l'absence de diversification de leurs investisseurs nationaux (comme la Belgique) s'ils ne parviennent pas à attirer des flux symétriques d'épargne ;

— obligation pour les investisseurs de s'intéresser à beaucoup plus d'émetteurs (autres pays, entreprises...) puisqu'ils ne pourront plus se contenter de quelques émetteurs nationaux, ce qui devrait renforcer le lien entre les écarts de taux d'intérêt et la « qualité » des émetteurs : le risque de signature (de crédit) devrait commencer à être beaucoup plus valorisé en Europe.

Il y aura aussi nécessairement une évolution des intermédiaires financiers (fonds d'investissement, assurance-vie...) qui devront adapter leurs structures et leurs capacités d'expertise à une situation de beaucoup plus grande diversification des portefeuilles détenus.

48

Mimétisme

Dans tous les pays, la détention d'actifs financiers se professionnalise. On a vu dans le cas français le mouvement en faveur d'une détention intermédiée des titres (par les OPCVM, puis par les sociétés d'assurance-vie et les banques). Même dans le cas américain, il y a depuis quelques années cession des titres détenus directement par les particuliers au profit d'une détention intermédiée par les Mutual funds (voir le graphique 9).

Toutes les analyses théoriques et empiriques, conduisent à la même conclusion : la professionnalisation conduit au mimétisme, pour diverses raisons : les investisseurs professionnels reçoivent la même information au même moment et réagissent souvent dans le même sens : il n'y a plus de diversité des anticipations ; l'horizon de placement est réduit, ce qui est naturellement déstabilisant ; les techniques de couverture du risque rendent les marchés plus fragiles, puisqu'elles impliquent en général des ventes en cas de baisse ou des achats en cas de hausse : la concurrence entre investisseurs professionnels les conduit à pénaliser sévèrement la sous-performance par rapport aux concurrents, d'où une tendance à prendre les mêmes décisions de gestion.

Remarquons aussi, ce qui est important, l'effet de la demande de garantie, contre le risque en capital, faite comme on l'a vu plus haut par

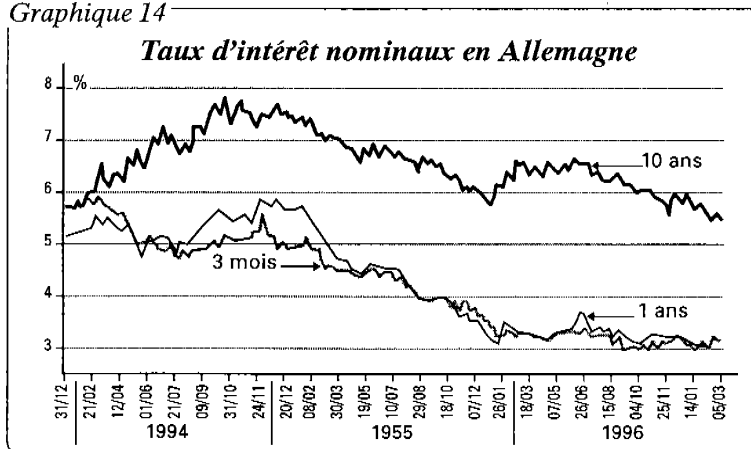
les épargnants individuels : elle pousse à construire des fonds à capital garanti, qui, comme on vient de le voir, ont un effet déstabilisant en accroissant le niveau des ventes en cas de baisse des prix.

Les différents pays, dans les années 1980, ont poussé à la professionnalisation des marchés financiers pour les moderniser, pour augmenter leur capacité à acquérir des titres publics à des prix favorables pour l'émetteur, pour les rendre plus liquides. Il n'est pas sûr qu'ils aient à l'époque perçu le coût en termes d'instabilité et de volatilité, et il n'est pas étonnant que dans la plupart des cas on essaie aujourd'hui d'accroître la part des titres détenus directement par les épargnants.

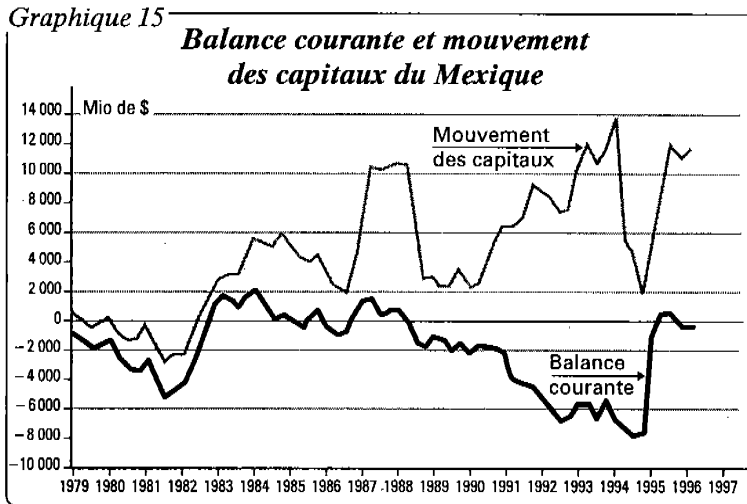
Le graphique 14 montre quelques exemples, dans la période récente « d'anomalies » sur le marché des taux allemands qu'on peut attribuer à ce mimétisme. De février à juin 1994, puis à nouveau de janvier à mars 1996, les taux longs augmentent parce que les marchés se mettent à anticiper de façon consensuelle une hausse future des taux courts, ce que montre par exemple l'évolution du taux à un an. Or, cette hausse des taux courts ne se produit pas, et les taux longs corrigent par la suite leur mouvement initial. Il est probable que la similarité des anticipations peut ainsi entraîner un surajustement des prix.

49

Graphique 14



Source : Datastream



Le mimétisme entraîne également des crises brutales, lorsque les anticipations anormales sont révisées, de façon aussi consensuelle que lorsqu'elles ont été formées. L'exemple mexicain est frappant. Le graphique 15 montre que, de 1988 à 1994 la stabilité de la parité du peso par rapport au dollar, malgré l'énorme excès d'inflation au Mexique, a entraîné l'apparition d'un déséquilibre considérable de la balance courante. Cependant, les entrées de capitaux ont plus que compensé le déficit, et sur toute cette période les réserves de changes ont monté, ce qui a continuellement repoussé la date de l'ajustement.

Pendant ces années, les marchés financiers mexicains progressent grâce à ces entrées de capitaux, et de ce fait tous les investisseurs sont attirés sur ce marché pour profiter des rendements élevés, sans se poser de questions sur la soutenabilité de l'équilibre.

Brutalement, on réalise qu'il y a problème, et les capitaux sortent simultanément, provoquant la crise financière et la crise de change (passage de 3 à 6 puis 7 pesos par dollar).

Le mimétisme, lié à la professionnalisation, a donc probablement augmenté le nombre d'anomalies sur les marchés financiers, ainsi que la brutalité de ceux-ci.

Synthèse : quelles évolutions, probables ou souhaitables, pour l'épargne ?

L'analyse des évolutions des comportements d'épargne et de placement est devenue de plus en plus importante pour comprendre l'évolution de l'équilibre des marchés financiers, la plus ou moins grande stabilité des prix des actifs, les mutations du système monétaire.

Au niveau mondial, le développement et l'internationalisation des investisseurs institutionnels ne rendent accessibles que deux systèmes de change : la fixité ou l'union monétaire. Là où les parités peuvent fluctuer, la volatilité des changes est accrue par la taille des flux financiers liés à l'internationalisation.

Les écarts entre les comportements d'épargne dans les grands pays (excès par rapport aux besoins en Europe et en Asie, insuffisance aux Etats-Unis) rendent le système financier mondial encore plus instable en accumulant les dettes d'un côté et les actifs de l'autre.

Sur chaque marché, d'ailleurs, on observe un accroissement de la volatilité des prix lié à la professionnalisation de la détention des actifs et au mimétisme qu'elle entraîne ; on devra aussi observer, surtout en Europe, une meilleure appréciation de la qualité des émetteurs, en raison de la plus grande diversité des portefeuilles, de la réduction du poids des déficits publics et de la disparition du risque de change comme facteur essentiel de structuration des portefeuilles.

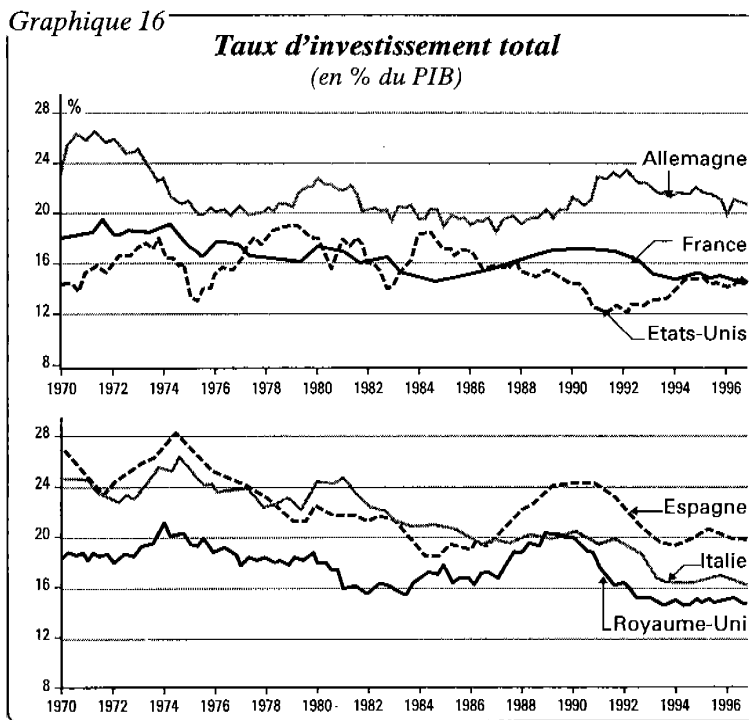
51

Quels seront ces émetteurs ?

Que faudra-t-il financer dans le futur, et dans les différents pays, les goûts des épargnants correspondent-ils à cette structure prévisible des portefeuilles ?

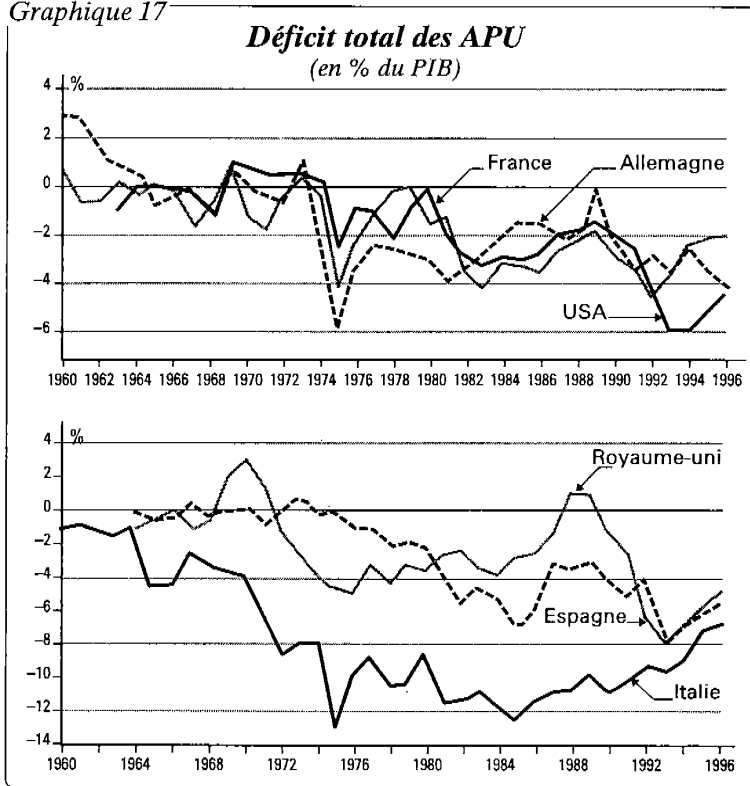
Les graphiques 16 et 16 bis montrent l'évolution du taux d'investissement dans les différents pays. Dans tous les pays européens, y compris le Royaume-Uni, le recul depuis le pic de 1989 est considérable : environ deux points de PIB en France et en Allemagne, 3 points en Italie, 4 points en Espagne et au Royaume-Uni ; à l'inverse, aux Etats-Unis, il y a une progression de 3 points de PIB, liée on le sait à l'investissement en ordinateurs. L'Europe a donc un point bas des besoins de financement des entreprises ; même s'il y a des progrès depuis deux ans, les déficits publics y sont par contre encore extrêmement importants : en 1996 autour de 4 % du PIB en France et en Allemagne, de 5 points en Espagne et au Royaume-Uni, de 7 points en Italie ; aux Etats-Unis, au contraire, le déficit public est revenu en dessous de 2 points de PIB (graphiques 17 et 17 bis). Il est possible que l'investissement des entreprises européennes ne redémarre jamais vraiment, parce que la demande est trop faible, les coûts salariaux trop élevés, les devises trop fortes par rapport au dollar... Dans ce scénario ultra-pessimiste, les déficits publics européens bais-

sant et les besoins de financement privés n'augmentant pas, l'Europe obtiendrait un considérable excédent de sa balance courante, et devrait placer son épargne dans le Reste du Monde.



Source : Datastream

Graphique 17

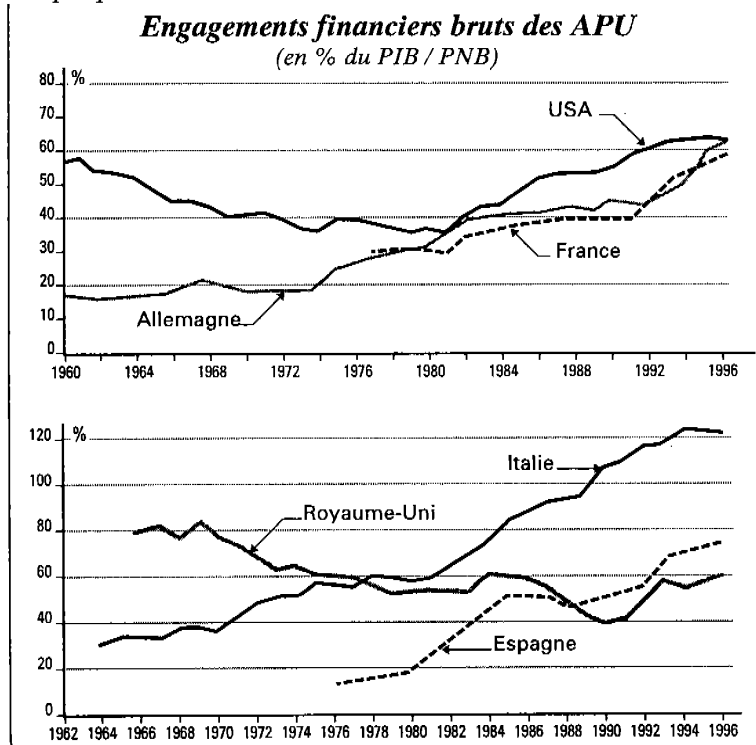


Source : Datastream

Plaçons-nous dans le scénario plus optimiste où la situation américaine préfigure celle de l'Europe, avec deux ou trois ans d'avance. Il faudra alors que les flux d'épargne se dirigent beaucoup moins vers les titres publics et beaucoup plus vers les entreprises. Ceci est vrai pour les flux nouveaux, car évidemment, les stocks de dette publique resteront là, même stabilisés.

Les graphiques 18 et 18 bis montrent que le rapport de la dette publique au PIB se situera à moyen terme autour de 70 % en Allemagne et en Espagne (65 % aux Etats-Unis), 65 % en France et au Royaume-Uni, 120 % en Italie. Pendant longtemps, les obligations publiques constitueront une part majeure des portefeuilles, mais les flux nouveaux devront aller vers les actions, faute de quoi on aurait une situation étrange où les investisseurs étrangers achèteraient les actions européennes pendant que les européens chercheraient désespérément des titres publics ailleurs. De ce point de vue, le modèle d'épargne anglo-saxon, décrit plus haut, et tournant autour des actions paraît plus adapté aujourd'hui que le modèle franco-allemand, qui tourne autour de l'intermédiation au profit du secteur public.

Graphique 18



Source : Datastream

Comment les pouvoirs publics peuvent-ils agir, en particulier dans un pays comme la France ?

Le niveau d'épargne est convenable, et peut aisément couvrir les besoins privés, même si l'investissement repart. La structure de l'épargne résulte largement de l'aversion pour le risque, et privilégie les actifs qui n'affichent pas les moins-values en capital. Si ce comportement ne change pas, les actions devront être « camouflées » en actif sans risque, ce qui est dangereux car, on le sait, implique de mettre en place des couvertures optionnelles déstabilisantes. Il est difficile d'imaginer en effet d'autoriser des investisseurs à ne pas valoriser aux prix de marché leurs portefeuilles d'actions, celles-ci, à la différence des obligations, n'étant pas remboursées à un prix convenu. Il est aussi difficile de penser qu'une incitation fiscale massive à la détention d'actifs risqués soit une utilisation comparativement efficace des ressources publiques. Il faut plus probablement espérer en un processus lent d'acclimatation des épargnants d'Europe continentale, les amenant, par exemple avec le développement des fonds de pension, à détenir davantage d'actifs risqués.