



LE PROFIL DES DÉTENTEURS D' ACTIONS EN EUROPE

LUIGI GUISO *

MICHAEL HALIASSOS **

TULLIO JAPPELLI ***

Les années 1990 témoignent d'un accroissement significatif de la présence des ménages sur le marché des actions, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. Cette présence a pris la forme d'une participation directe aux négociations boursières des actions individuelles, mais aussi d'une détention indirecte d'actions, par le biais des fonds d'investissement. À la fin des années 1990, 17,3 % de ménages des 5 principaux pays européens (la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni) étaient des détenteurs directs d'actions. La participation directe a été la plus importante au Royaume-Uni (27,9 %) et la plus faible en Italie (7,9 %), les pourcentages pour la France, l'Allemagne et les Pays-Bas se situant entre 15 et 17 %. Le tableau n°1 montre qu'en prenant en compte la détention indirecte de titres par l'intermédiaire des fonds mutuels, la participation totale au marché des actions s'établit à 23 % pour la France, 15 % pour l'Italie, 20 % pour l'Allemagne, 33 % pour les Pays-Bas, et presque 50 % pour le Royaume-Uni et pour les États-Unis.

* Université de Sassari, Ente Luigi Einaudi, et CEPR.

** Université de Chypre, HERMES, et IMOP.

*** CSEF, Université de Salerne, et CEPR.

Les auteurs remercient vivement l'Observatoire de l'Épargne Européenne pour son généreux soutien au projet international « European Stockholding », ainsi que tous les participants à ce projet (Luc Arrondel, James Banks, Axel Börsch-Supan, Lothar Essig, Stefan Hochguertel, André Masson, Raffaele Miniaci, Matt Wakefield, Guglielmo Weber) pour leurs travaux sur les données individuelles sur lesquelles reposent nombre de remarques de cet article.

La traduction en français de cet article a été effectuée par Lorédana Urèche, Université d'Orléans.

Tableau n°1
Pourcentage des ménages qui détiennent des actions de manière directe et indirecte

	France	Italie	Allemagne	Pays-Bas	R.U.	E.U.
1983	-	-	11.2	-	-	-
1989	-	10.5	12.4	-	-	31.6
1995	-	14.0	15.6	29.4	-	40.4
1998	23.1	15.2	19.8	33.5	44.9	48.9

Note : Le tableau utilise les sources de données microéconomiques suivantes : *Family Expenditure Survey* pour le Royaume-Uni, *Center Saving Survey* pour les Pays-Bas, *Soll und Haben Survey* pour l'Allemagne, *Survey of Household Income and Wealth* pour l'Italie, *Enquête INSEE sur les actifs des ménages* pour la France, *Survey of Consumer Finances* pour les États-Unis. Les données sont pour l'année 1998.

Cet article se propose de discuter du contexte général de cet accroissement et du profil des détenteurs qui a émergé du développement de cette *equity culture* à travers les principaux pays européens. Une analyse détaillée des aspects spécifiques à chaque pays est offerte par Alessie et Hochguertel (2001) pour les Pays-Bas, par Arrondel et Masson (2001) pour la France, par Banks et Wakefield (2001) pour le Royaume-Uni, par Börsch-Supan et Essig (2001) pour l'Allemagne, et Guiso et Jappelli (2001) pour l'Italie.

LE CONTEXTE GÉNÉRAL

Bien que la meilleure performance des marchés des actions par rapport aux marchés obligataires ait sans aucun doute contribué à l'accroissement des détentions vers la fin de la décennie, les causes sous-jacentes peuvent probablement être trouvées dans l'intersection de plusieurs facteurs, certains induits par la politique, certains par les initiatives du secteur privé. Parmi ces facteurs, l'accroissement de la concurrence dans le secteur financier, la privatisation et les réformes des systèmes de retraite ont joué un rôle primordial.

Une catégorie de politiques qui semble avoir contribué à la diffusion des actions fait partie du cadre plus général de la politique européenne qui a pour objectif de promouvoir le développement et la concurrence dans le secteur financier. Ce cadre inclut d'une part les directives de l'Union européenne concernant l'intégration et la libéralisation financière et la suppression du contrôle des capitaux, et d'autre part l'accroissement de la coordination des politiques imposée par le traité de Maastricht et les préparatifs pour l'adoption d'une monnaie unique.

Ces efforts ont été accompagnés par des politiques visant la privatisation des entreprises publiques, ce qui a engendré une offre d'actions de la part des nouvelles entreprises privatisées, actions qui devaient être souscrites par les ménages. Les gouvernements avaient intérêt à



attirer un nombre croissant de ménages sur le marché des actions afin d'atteindre cet objectif. Au Royaume-Uni et en Italie par exemple, cela a conduit à ce que le gouvernement fasse une publicité à grande échelle pour présenter aux ménages la multitude d'avantages liés à la participation aux marchés des actions et plus particulièrement les bonnes perspectives des nouvelles entreprises privatisées.

À différentes échelles, tous les pays européens ont adopté des programmes de privatisation des services publics et des entreprises détenues par l'État. Dans certains pays comme le Royaume-Uni et l'Italie, où les recettes ont été importantes, le processus de privatisation et le nombre d'entreprises qui se sont ouvertes au public ont augmenté la capitalisation boursière du marché des actions. Ces privatisations ont été accompagnées par une publicité massive, à travers laquelle les ménages se sont familiarisés avec les actions et leurs caractéristiques de rentabilité et de risque. Il est probable que cette campagne d'information a accru de manière permanente la détention d'actions. La vitesse relativement réduite de la privatisation en Allemagne, où les entreprises détenues par l'État sont encore importantes, suggère que le processus de privatisation est encore loin d'être achevé. Par conséquent, les privatisations peuvent encore représenter un facteur important de développement de la détention d'actions au cours de la prochaine décennie.

La réforme des systèmes de retraite a été un autre moyen de favoriser, *via* la politique gouvernementale, la propagation de l'*equity culture* parmi les ménages. L'image démographique d'ensemble est celle d'une Europe vieillissante, dans laquelle les contributions des employés actifs ne sont plus suffisantes pour financer la retraite de nombreux retraités. Comme l'Europe ne peut plus s'appuyer seulement sur des systèmes de retraite par répartition pour financer son nombre important de retraités, les politiques gouvernementales, les débats publics et les programmes d'éducation financière concentrent leur attention sur les comptes individuels de retraite et sur la manière selon laquelle les ménages pourraient utiliser, en partie, les actions dans l'épargne pour la retraite. Les responsables politiques européens se sont inspirés de l'énorme succès des comptes individuels de retraite (IRAs) aux États-Unis et du passage des systèmes de retraite traditionnels, à prestations définies, aux systèmes de retraite à cotisations définies, où les bénéficiaires dépendent, parmi d'autres éléments, de la performance des marchés des actions. L'importance des actifs dans les fonds de pension s'est accrue dans tous les pays, malgré les différences qui subsistent entre les pays européens et entre l'Europe et les États-Unis. Les actifs des fonds de pension dépassent 90 % du PNB aux Pays-Bas et représentent approximativement 60 % du PNB aux États-Unis ; ils sont inférieurs à 10 % en France, en Italie et en Allemagne. La principale raison de ces différences réside dans le rôle



dominant des systèmes obligatoires de retraite dans les pays où le développement des fonds de pension est encore limité. Cela suggère à nouveau que ce canal de stimulation de la détention d'actions est encore dans l'enfance en Europe continentale (à l'exception importante des Pays-Bas).

À côté des politiques gouvernementales, le secteur financier a joué son rôle dans la stimulation de la participation des ménages au marché boursier. Cela fait longtemps que la participation au marché boursier ne nécessite plus que chaque ménage ne disposant pas de fonds considérables choisisse les titres dans lesquels il souhaiterait investir, qu'il apprenne comment négocier, comment tenir sa comptabilité, comment détenir un portefeuille diversifié. Avec l'apparition des OPCVM, la sélection du portefeuille et la négociation ont pu être confiées aux professionnels, les ressources ont pu être mutualisées avec celles des investisseurs plus ou moins importants, et des experts-comptables qualifiés ont pu offrir, de manière fiable et efficace, des conseils financiers et des services de tenue de comptabilité. De plus, les OPCVM se sont développés dans une grande variété. Cela a offert aux ménages la possibilité de choisir et de diversifier parmi les fonds, mais cela a également fait d'eux les cibles d'une publicité agressive comme contrepartie de l'effort des OPCVM pour accroître la base de leur clientèle et leur part de marché. Un des résultats des campagnes publicitaires a été l'augmentation de la prise de conscience des ménages vis-à-vis du marché boursier et du nombre d'options dont disposent les détenteurs d'actions.

Le profil des détenteurs européens d'actions qui a émergé de tous ces développements dans la politique des gouvernements et dans le secteur financier ne peut pas être analysé avec des données financières agrégées. En effet, l'accroissement de la valeur agrégée des actions et même du pourcentage total des actions dans la richesse globale ne signifie pas nécessairement des taux supérieurs de détention des ménages et ne révèle pas non plus la composition démographique du groupe des détenteurs. Heureusement, ces développements ont été accompagnés d'une collecte de données sur les portefeuilles des ménages dans un nombre significatif de pays européens même si ce nombre reste assez réduit. Notre travail utilise justement ces données afin d'analyser le portefeuille des actionnaires européens.

POURQUOI LE PROFIL DES DÉTENTEURS EUROPÉENS D'ACTION EST-IL IMPORTANT ?

Nous avons vu précédemment que les politiques gouvernementales et les efforts de publicité privés ont contribué à encourager la participation, soit directe soit indirecte, des nouveaux actionnaires au marché



boursier. Nous avons vu aussi que l'*equity culture* s'est répandue au sein de segments importants de la population dans les pays européens, mais qu'elle est encore loin d'atteindre tous les ménages européens. Au total, toutes ces observations signifient que le profil moyen des actionnaires européens ressortant de données agrégées n'est probablement pas représentatif des populations respectives, et que le comportement de l'actionnaire dans le passé ne peut pas être considéré comme valable dans le futur, car son profil est susceptible de changer avec l'apparition des nouveaux détenteurs. La nature exacte de ce nouveau profil doit donc être analysée.

Une motivation importante de la description de ce profil est le fait que les actionnaires peuvent contribuer à l'instabilité du marché par leurs réactions à divers signaux. Les actionnaires directs peuvent influencer le marché par le biais des négociations, mais les actionnaires indirects peuvent influencer aussi les *managers* des fonds de placement s'ils suivent des tendances et s'ils répondent aux signaux du marché de manière symétrique. Ce facteur est particulièrement important lors des retournements du marché des actions, comme ceux qui caractérisent les marchés boursiers européens de ces derniers mois, après la chute des entreprises Internet et du secteur des nouvelles technologies. Dans un tel environnement, il semble naturel de s'interroger sur la manière dont les actionnaires européens du secteur des ménages interpréteront les signaux du marché, ainsi que sur leur capacité à résister à la pression exercée sur leurs finances avant de se retirer du marché. L'intérêt porté à la contribution probable des anciens et nouveaux actionnaires à l'instabilité du marché est susceptible de concerner à la fois les gouvernements qui suivent la performance du marché des actions et le secteur privé qui dépend des mouvements de prix des actions.

Les hommes politiques suivent de près les indices du marché des actions, mais ils sont également concernés par des indicateurs de performance économique plus généraux, par le bien-être et les possibilités de réélection. S'ils doivent établir des politiques ayant pour objectif la redistribution et le partage du risque entre les différents groupes, il est important pour eux de savoir quels sont les segments de la population susceptibles de subir le plus le risque lié à la détention d'actions. Les professionnels de la finance sont également susceptibles de s'intéresser à la composition de l'actionnariat pour une raison différente. Ils sont couramment obligés de choisir des groupes à viser par le marketing des produits financiers, et la connaissance du profil actuel des actionnaires leur permet d'identifier les groupes qui seraient *a priori* sensibles aux opportunités d'investissement sur le marché des actions, mais aussi les groupes qui ne sont pas actuellement suffisamment représentés parmi les détenteurs.

TROIS CARACTÉRISTIQUES IMPORTANTES DES MÉNAGES

À la lumière des raisons qui motivent l'intérêt des gouvernements et du secteur privé quant au profil des investisseurs européens, trois caractéristiques socio-démographiques importantes se détachent. Une de ces caractéristiques est le niveau d'éducation du ménage, illustré par l'éducation du chef de famille responsable de gérer les finances. L'éducation est corrélée non seulement avec le revenu et les perspectives d'emploi du ménage, mais aussi avec sa capacité d'interpréter les signaux du marché et les autres informations concernant la négociation sur le marché des actions. Par conséquent, l'éducation affecte aussi bien la qualité de la réponse donnée par le ménage aux signaux du marché, que sa capacité à supporter la pression exercée sur ses finances par les retournements du marché des actions.

Nous distinguons trois niveaux d'éducation. Dans la première catégorie, nous incluons les ménages dans lesquels le chef de famille a ou non le niveau lycée, mais n'a pas obtenu le baccalauréat. Dans la seconde, nous regroupons les ménages dans lesquels le chef de famille a obtenu le baccalauréat mais n'a pas de diplôme universitaire. Enfin, la troisième catégorie comprend tous ceux qui ont obtenu des diplômes universitaires, y compris des diplômes de troisième cycle.

6

Tableau n°2
**Détention directe et indirecte d'actions par niveau d'éducation
du chef de famille**

	Niveau baccalauréat ou inférieur	Baccalauréat	Diplômé de l'enseignement supérieur	Moyenne
France	18.1	33.4	36.0	23.1
Allemagne	16.6	21.8	31.3	19.8
Italie	8.7	24.1	37.5	15.2
Pays-Bas	26.6	25.0	45.6	33.5
Royaume-Uni	26.0	39.6	59.0	44.9

Un résultat robuste de la recherche portant sur le portefeuille des ménages est que l'éducation est positivement corrélée avec la détention d'actions, même si on contrôle d'autres facteurs tels que le revenu et l'emploi. Les effets de cette corrélation positive sont largement visibles parmi les détenteurs européens d'actions (tableau n°2). Au fur et à mesure que l'on passe à des niveaux d'éducation plus élevée, la participation des ménages au marché des actions s'accroît, elle fait

même plus que doubler quand on passe du niveau baccalauréat au diplôme universitaire. Au Royaume-Uni par exemple, 59 % de diplômés universitaires sont actionnaires, tandis que 26 % seulement de ceux qui ont un niveau inférieur au baccalauréat le sont. En France, les chiffres correspondants sont respectivement de 36 et 18,1 %. Mais, la différence la plus importante entre les groupes, constitués en fonction du niveau d'éducation, est peut-être observée en Italie, où moins de 9 % de ceux qui n'ont pas le baccalauréat sont actionnaires, alors que parmi les diplômés universitaires la participation dépasse 37 %. Il n'est probablement pas surprenant que cette différence significative soit observée dans des pays où la participation globale des ménages au marché des actions, et par conséquent la familiarisation avec ce marché, restent plus limitées que dans l'ensemble des pays analysés.

Ces résultats montrent aussi que la détention d'actions parmi les ménages européens s'est propagée à tous les niveaux d'éducation, et qu'il y a maintenant des contingents significatifs d'actionnaires européens au niveau d'éducation modeste. Dans la mesure où l'éducation est positivement corrélée avec la sophistication financière et la familiarisation avec les instruments financiers, cette observation implique également la présence d'un groupe d'investisseurs non sophistiqués et potentiellement imprévisibles.

La capacité des ménages européens à faire face à la pression du marché des actions est probablement influencée par l'éducation, car celle-ci joue un rôle clé dans leurs projets de gain et dans leur capacité à s'adapter aux fluctuations du marché en changeant leur offre de travail ou en passant d'un secteur à l'autre. Cependant, il existe un autre moyen plus direct de mettre en évidence la capacité des ménages à résister aux retournements du marché, et cela nous conduit à la deuxième caractéristique importante du ménage, plus précisément la place du ménage dans la distribution de la richesse financière.

Un résultat significatif à travers tous les pays considérés est que la détention d'actions est plus importante au niveau du groupe de ménages européens les plus riches (tableau n°3). Effectivement, si on observe les ménages faisant partie des premiers 5 % de la distribution des actifs financiers, plus de deux tiers de ces ménages détiennent des actions de manière directe dans tous les pays considérés, à l'exception de l'Italie (57,5 %) et de l'Allemagne (31,9 %). Le taux le plus important de détention parmi les très riches est observé aux Pays-Bas, où il atteint 77 %. Quand on prend aussi en compte la détention indirecte, la détention parmi les plus riches (5 % de tête) monte encore plus haut, à 92 % aux Pays-Bas, 75 % en Italie et 54 % en Allemagne.

Tableau n°3
Détention directe et indirecte d'actions par quartiles
de la richesse financière *

	IV ^{ème} Quartile	III ^{ème} Quartile	II ^{ème} Quartile	I ^{er} Quartile	Top 5 %	Moyenne
France	3.5	12.6	23.9	52.5	80.3	23.1
Allemagne	6.0	16.3	24.8	41.6	54.1	19.8
Italie	1.4	2.6	11.7	47.6	75.2	15.2
Pays-Bas	4.4	16.9	36.8	75.9	92.3	33.5
Royaume-Uni	9.1	34.0	58.8	76.6	89.0	44.9
États-Unis	4.4	38.3	66.0	86.7	93.7	48.9

* Le premier quartile a les actifs financiers les plus élevés

Les distributions de la richesse étant fortement asymétriques, le top 5 % de la distribution des actifs détient des montants importants d'actions et contrôle une partie disproportionnée de l'offre d'actions. Il pourrait sembler évident que ces ménages sont capables de faire face aux pressions du marché des actions, parce qu'ils peuvent utiliser le reste de leur richesse comme tampon pour absorber une chute dans la valeur de leur richesse en actions. Néanmoins, ce n'est pas une conclusion établie d'avance. Des études existant sur des portefeuilles des ménages riches (notamment aux États-Unis) montrent que les riches ont tendance à détenir des parties importantes de leur richesse dans des entreprises privées et à connaître des corrélations positives significatives entre leurs gains et les rentabilités du marché des actions. Cela devrait contribuer à nuancer l'idée selon laquelle tant que les riches détiennent la plupart des actions, la probabilité qu'ils vendent des actions ou qu'ils se retirent complètement du marché des actions lors des retournements demeure faible.

En regardant de larges sous-ensemble de la population, on constate que les taux de détention dans le quartile de tête des actifs financiers sont de 50 % ou même plus dans quasiment tous les pays pris en compte. Le pays le plus important qui fait exception est l'Allemagne, où la détention dans le quartile de tête ne dépasse guère 40 %. Même si les taux de détention sont moins importants dans le deuxième quartile, ils continuent à rester relativement élevés. Par conséquent, il semble que la distinction se fasse clairement entre les premiers 50 % des ménages en termes d'actifs et les derniers 50 %, où la participation chute de manière dramatique. Une grande partie des actionnaires européens appartient donc aux groupes qui détiennent des montants importants d'autres actifs, à même de jouer un rôle de tampon dans les fluctuations du marché des actions, mais ces autres actifs pourraient très bien être aussi

corrélés positivement avec la rentabilité des actions.

Tableau n°4
Détention directe et indirecte d'actions par âge du chef de famille

	<30	30-39	40-49	50-59	60-69	≥70	Total
France	14.3	23.6	25.1	28.0	23.6	21.3	23.1
Allemagne	18.6	21.8	22.0	21.0	17.1	11.7	18.9
Italie	8.0	10.6	16.6	19.0	14.3	8.4	15.2
Pays-Bas	12.1	25.6	33.7	40.1	38.6	35.9	33.5
Royaume-Uni	31.0	46.7	53.8	56.5	47.7	29.2	44.9
États-Unis	34.3	51.8	58.3	61.4	47.1	32.4	48.9

Une troisième et dernière caractéristique démographique importante pour la détention d'actions est l'âge du chef de famille. Quand on partage la population des ménages européens dans chaque pays selon ce critère et qu'on fait la distinction entre les ménages de moins de 30 ans, de 30 à 40 ans..., on montre que, dans tous les pays, la détention d'actions en fonction de l'âge présente l'allure d'une courbe en cloche (tableau n°4). Ainsi, les taux de détention atteignent leur maximum dans le groupe des 50-59 ans, et ils sont moins élevés dans les groupes d'âge plus jeunes et plus âgés. La majorité des actionnaires européens sont donc à des périodes avancées de leur vie active. Cela signifie qu'ils sont censés avoir des emplois plus stables et un risque de chômage moins élevé par rapport au groupe constitué par les actionnaires plus jeunes. Cette conclusion est effectivement cohérente avec l'image précédente issue de l'analyse des quartiles de la distribution des actifs.

Le projet de recherche a mis en évidence un accroissement significatif de la participation aux marchés européens d'actions au cours de la dernière décennie et des régularités significatives dans la manière dont les ménages partagent leur épargne parmi les actifs. L'un des principaux résultats est que la participation au marché des actions est fortement corrélée avec la richesse financière. En bas de la distribution de la richesse très peu de ménages investissent en actions, soit de manière directe, soit par le biais des OPCVM ou d'autres fonds d'investissement. Nous prenons cela comme la preuve que les coûts d'entrée, les seuils minimum d'investissement requis et les coûts de détention freinent de manière significative la participation au marché des actions.

Nous remarquons également que parmi le segment le plus riche de la



population (dans le premier quartile de la richesse ou même dans le top 5 % de la distribution de la richesse) encore beaucoup de ménages n'investissent pas dans les actions. Est-ce que ce résultat peut être entièrement attribué aux coûts d'entrée ou de gestion ? Ou faut-il prendre en compte de manière explicite les coûts d'information ?

La forte corrélation entre l'éducation et la détention d'actions offre des éclaircissements à ce sujet. Des ménages avec un niveau d'éducation plus élevé sont plus susceptibles de détenir des actions parce qu'ils sont mieux informés quant à l'existence et aux propriétés des différents actifs, et par conséquent, ils sont plus à même de bénéficier des opportunités d'investissement. Globalement, cette analyse suggère que les coûts d'entrée et d'information représentent toujours des barrières importantes à la participation aux marchés européens d'actions, et cela malgré la propagation de l'*equity culture* au cours de la dernière décennie. Par conséquent, les conclusions de cette analyse sont importantes non seulement pour les économistes afin de comprendre l'effet de l'instabilité du marché, mais aussi pour la communauté financière, intéressée par le marketing des produits financiers à proposer à des groupes ciblés. Enfin, le processus de privatisation encore en cours dans la plupart des pays européens et l'accroissement probable de l'importance des fonds de pension privés, comme réponse aux inévitables réformes des systèmes de retraite, font prévoir qu'à l'avenir les écarts encore significatifs dans la détention d'actions entre pays seront au moins partiellement comblés.

BIBLIOGRAPHIE

- ALESSIE Rob et Stefan HOCHGUERTEL (2001), « Stockholding in the Netherlands », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.
- ARRONDEL Luc et André MASSON (2001), « Stockholding in France », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.
- BANKS James et Matthew WAKEFIELD (2001), « Stockholding in the U.K. », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.
- BÖRSCH-SUPAN Axel et Lothar ESSIG (2001), « Stockholding in Germany », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.
- GUISSO Luigi et Tullio JAPPELLI (2001), « Stockholding in Italy », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.
- HALIASSOS Michalis (2001), « Stockholding: lessons from theory and computation », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.
- MINIACI Raffaele et Guglielmo WEBER (2001), « Survey design and estimation of portfolio models », paper presented at the Conference on Stockholding in Europe organized by the OOE. Paris, May 15.