

N° 367

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2002-2003

Annexe au procès-verbal de la séance du 25 juin 2003

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la délégation du Sénat pour la planification (1) sur l'*épargne* en *actions* des *ménages*,

Par M. Joël BOURDIN,

Sénateur.

(1) *Cette délégation est composée de : M. Joël Bourdin, président ; Mme Évelyne Didier, MM. Serge Lepeltier, Marcel Lesbros, Jean-Pierre Plancade, vice-présidents ; MM. Pierre André, Yvon Collin, secrétaires ; MM. Gérard Bailly, Joseph Kerguéris, Patrick Lassourd, Michel Pelchat, Daniel Percheron, Roger Rinchet, Gérard Roujas, Bruno Sido.*

S O M M A I R E

	<u>Pages</u>
INTRODUCTION.....	7
PREMIÈRE PARTIE : LA PLACE DES ACTIONS DANS LE PATRIMOINE DES MÉNAGES	10
I. LES ACTIONS OCCUPENT UNE PLACE CROISSANTE DANS LES PLACEMENTS DES FRANÇAIS	11
A. L'ÉPARGNE FINANCIÈRE TEND À PROGRESSER DANS LE TOTAL DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES.....	11
B. LA MONTÉE DE LA PART DES ACTIONS DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES.....	15
C. LE DÉCLIN RELATIF DU NON COTÉ ET DE LA DÉTENTION DIRECTE	17
1. <i>Déclin du non coté</i>	17
2. <i>Repli de la détention directe</i>	20
II. COMPARAISONS INTERNATIONALES : LA FRANCE DANS LA MOYENNE EUROPÉENNE, ET EN RETRAIT PAR RAPPORT AUX PAYS ANGLO- SAXONS	23
A. LA FRANCE DANS LA MOYENNE EUROPÉENNE	24
B. EN RETRAIT PAR RAPPORT AUX PAYS ANGLO-SAXONS	26
C. LA DÉTENTION INDIRECTE GAGNE DU TERRAIN DANS TOUS LES PAYS DÉVELOPPÉS	27
D. DIFFUSION DE LA DÉTENTION D'ACTIONS, MAIS PERSISTANCE DE FORTES INÉGALITÉS	31
1. <i>Diffusion graduelle de la détention d'actions parmi les ménages</i>	31
2. <i>Une très forte concentration de la détention d'actions</i>	32
E. LE PROFIL DES DÉTENTEURS D'ACTIONS	35
1. <i>Détention d'actions et niveau d'éducation</i>	35
2. <i>Détention d'actions et richesse financière</i>	36
3. <i>Détention d'actions et classes d'âges</i>	37
4. <i>Détention d'actions et catégories professionnelles</i>	38
DEUXIÈME PARTIE : POUR UN DÉVELOPPEMENT DE L'ÉPARGNE EN ACTIONS	41
I. UN HAUT NIVEAU DE DÉTENTION D'ACTIONS PAR LES MÉNAGES EST UN ATOUT POUR L'ÉCONOMIE NATIONALE	42
A. LES PLACEMENTS EN ACTIONS SONT CEUX QUI OFFRENT, À LONG TERME, LES RENDEMENTS LES PLUS ÉLEVÉS.....	42
1. <i>Rendements comparés des actions, de l'or et des obligations</i>	42
2. <i>Les ménages auraient intérêt à investir une partie de leur épargne en actions</i>	50

B. LES PLACEMENTS EN ACTIONS ORIENTENT L'ÉPARGNE DES MÉNAGES VERS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES	51
C. LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS D'ACTIONS PEUT CEPENDANT ETRE FACTEUR D'INSTABILITÉ	55
1. <i>Conséquences de la montée en puissance des investisseurs institutionnels sur la gestion des entreprises</i>	55
2. <i>Vers une économie plus cyclique ?</i>	56
II. LES POLITIQUES PUBLIQUES SUSCEPTIBLES DE SOUTENIR L'ACTIONNARIAT DES MÉNAGES	58
A. POUR UNE FISCALITÉ QUI ENCOURAGE LA PRISE DE RISQUE.....	58
1. <i>Les revenus perçus au titre des placements en actions semblent plus fortement taxés que d'autres sources de revenu moins risquées.....</i>	59
a) L'imposition des dividendes	59
b) L'imposition des plus-values	60
c) Comparaison de la fiscalité des produits d'épargne	60
2. <i>Ce tableau général doit être nuancé par la prise en compte de nombreux régimes déroga</i> toires	64
a) Le plan d'épargne en actions	64
b) L'assurance-vie.....	65
c) Autres régimes dérogatoires.....	66
B. LE LEVIER DES PRIVATISATIONS.....	67
1. <i>Favoriser l'actionnariat des ménages : un objectif fort du législateur.....</i>	68
2. <i>Le réel succès des opérations de privatisations auprès du grand public.....</i>	69
3. <i>Des résultats plus mitigés à moyen terme</i>	70
C. LE RÔLE CLÉ DE L'ÉPARGNE SALARIALE	72
1. <i>Les plans d'épargne permettent d'orienter l'épargne salariale vers les actions.....</i>	74
a) Le plan d'épargne d'entreprise	74
b) Le plan d'épargne interentreprises.....	75
c) Le plan partenarial d'épargne salariale volontaire.....	76
2. <i>Avantages fiscaux attachés aux plans d'épargne</i>	77
a) PEE et PEI	77
b) Particularités du PPESV	78
3. <i>Le cas des stock-options</i>	79
a) Mécanisme des plans d'options sur actions	80
b) Une fiscalité complexe	80
(1) Pour l'entreprise émettrice	80
(2) Pour les bénéficiaires des options	81
4. <i>Une part croissante de l'épargne salariale s'investit en actions, notamment en actions émises par l'entreprise employeur.....</i>	83
D. INVESTIR DANS LES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES.....	86
1. <i>Les acteurs du capital-investissement</i>	86
a) Les sociétés de capital-risque	87
b) Les fonds communs de placement à risque (FCPR)	87
c) Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)	88
2. <i>Un essor récent du capital-investissement en France</i>	88
3. <i>Une comparaison avec d'autres pays développés suggère cependant que le capital- investissement conserve en France une importante marge de progression.....</i>	90
4. <i>La proposition de créer des fonds d'investissement de proximité.....</i>	92

TROISIÈME PARTIE : DÉVELOPPER L'ÉPARGNE EN ACTIONS EN VUE DE LA RETRAITE	94
I. DES DISPOSITIFS DE RETRAITE PAR CAPITALISATION EXISTENT DÉJÀ DANS NOTRE PAYS, MAIS NE COUVRENT QUE CERTAINES CATÉGORIES DE LA POPULATION	96
A. L'UTILITÉ D'UN COMPLÉMENT DE RETRAITE PAR CAPITALISATION	97
B. LA RETRAITE PAR CAPITALISATION AUJOURD'HUI : UN PAYSAGE TRÈS FRAGMENTÉ	98
1. <i>Les contrats de retraite d'entreprise</i>	98
2. <i>Les « contrats Madelin »</i>	103
3. <i>Les régimes de fonctionnaires : Préfon et CREF</i>	103
a) La Préfon	103
b) Le CREF (complément de retraite de la fonction publique)	104
C. UN ACCÈS INÉGALITAIRE À L'ÉPARGNE RETRAITE PAR CAPITALISATION	106
II. LES PROPOSITIONS EN VUE DE CRÉER UN COMPLÉMENT DE RETRAITE PAR CAPITALISATION	107
A. LE PROJET DU GOUVERNEMENT	107
1. <i>L'aménagement du PPESV</i>	107
2. <i>L'annonce de la création de plans d'épargne retraite</i>	108
B. QUELQUES PROPOSITIONS D'ORIGINE PARLEMENTAIRE	108
1. <i>Le dispositif de la loi Thomas</i>	108
2. <i>La proposition de la Commission des affaires sociales du Sénat</i>	109
3. <i>La proposition de comptes épargne retraite</i>	109
C. UN MODÈLE NATIONAL INTÉRESSANT : L'EXPÉRIENCE DANOISE	110
III. LA RÉGULATION DES « FONDS DE PENSION A LA FRANÇAISE » DOIT SÉCURISER LES ÉPARGNANTS ET LES ENTREPRISES	111
A. LES RISQUES ASSOCIÉS AU DÉVELOPPEMENT DES FONDS DE PENSION	111
1. <i>Du côté des entreprises : le risque du « court termisme »</i>	111
2. <i>Du côté des épargnants : le risque de perte de son capital</i>	112
B. PRINCIPES DEVANT GUIDER LA RÉGULATION DES « FONDS DE PENSION À LA FRANÇAISE »	113
1. <i>Allonger la durée des mandats de gestion</i>	113
2. <i>Imposer une diversification des placements</i>	113
3. <i>Garantir la transparence de l'information pour l'épargnant</i>	114
4. <i>Assurer la stabilité des versements pour les fonds à prestations définies</i>	114
5. <i>Assurer la portabilité des plans de retraite capitalisés entre entreprises</i>	114
CONCLUSION	116
PRINCIPALES OBSERVATIONS ET RECOMMANDATIONS DU RAPPORT	118

ANNEXES	120
ANNEXE N° 1 : COMPTE RENDU DE LA RÉUNION DE LA DÉLÉGATION DU 1^{ER} AVRIL 2003 (AUDITIONS)	121
ANNEXE N° 2 : EXAMEN DU RAPPORT PAR LA DÉLÉGATION	126
ANNEXE N° 3 : ÉTUDE DU BIPE, « RADIOGRAPHIE DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES RÉSIDANT EN FRANCE », par A. BABEAU et M. BOUTILLIER	128
ANNEXE N° 4 : ETUDE DU BIPE, « LES COMPORTEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES RÉSIDANT EN FRANCE, 1995-2001 », par A. BABEAU et U. CLERWALL	171
ANNEXE N° 5 : ÉTUDE DU BIPE, « LA MONTÉE EN PUISSANCE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : IMPLICATIONS RÉGLEMENTAIRES », par C. BLESSON et U. CLERWALL	195

INTRODUCTION

La forte chute des cours boursiers, dans tous les pays développés, observée depuis le premier semestre 2000 a jeté un doute sur le bien-fondé des placements en actions. Est-il raisonnable de placer son épargne dans des actifs dont la valeur est très volatile, et qui peuvent faire l'objet d'envolées spéculatives ? L'intérêt grandissant des ménages pour l'épargne en actions, caractéristique de la fin des années 1990, a laissé place à la prudence. Si de grandes entreprises à la réputation solide peuvent encore réussir leur introduction en Bourse, comme l'illustre, par exemple, le cas du Crédit agricole en 2002, il n'en est pas nécessairement de même pour de petites entreprises, notamment dans les secteurs technologiques.

La crise boursière est venue infléchir une tendance, positive, de longue durée, à la diffusion des actifs « risqués » (valeurs mobilières, et notamment actions) dans le patrimoine des ménages. Il serait dangereux que cette situation perdure trop longtemps. Dans nos économies modernes, en effet, le financement par actions est devenu une pratique habituelle des entreprises. L'autofinancement, ou le financement par emprunt bancaire, n'y sont pas parfaitement substituables. L'investissement productif, donc la croissance future de notre économie, bénéficiaient d'une orientation plus marquée de l'épargne des ménages vers les placements en actions. Le peu d'attrait actuel des placements en actions retarde également le transfert vers le secteur privé, ou l'ouverture du capital, de certaines entreprises publiques, projeté par le Gouvernement pour améliorer l'efficacité de notre économie. Existe enfin le risque que la déprime des marchés boursiers entrave le développement de compléments de retraite par capitalisation, que la baisse, prévisible, du taux de remplacement des pensions servies par le régime par répartition ne va rendre que plus nécessaire.

Accroître l'épargne en actions des ménages n'implique pas, dans le cas français, d'augmenter leur taux d'épargne global. Celui-ci se situe déjà à un niveau élevé, peut-être trop élevé au regard de la situation conjoncturelle. Il semble progresser de manière inexorable, passant de 15,5 % en 2000, à 16,1 % en 2000, et 17 % en 2002. Cette épargne accumulée représente un important « réservoir de croissance », qui doit être mobilisé de manière adaptée.

Les paramètres influençant la répartition du revenu entre épargne et consommation sont multiples, ce qui rend bien difficile une action des pouvoirs publics sur le niveau de l'épargne. Il semble, en revanche, qu'il soit plus aisé d'agir sur la structure de l'épargne, c'est-à-dire sur les choix de placement des ménages. La fiscalité est un premier outil qui peut être mobilisé à cette fin. Dès 1997, un rapport d'information, rédigé par notre ancien collègue, aujourd'hui ministre, Alain Lambert, soulignait que si « *la fiscalité est impuissante à modifier le volume de l'épargne, en revanche, elle est très influente sur la structure de l'épargne, c'est-à-dire sur l'orientation des placements* ».

Une fiscalité incitative peut accroître la demande d'actions. Encore faut-il que celle-ci rencontre une offre d'actions suffisante. Or, comme l'écrit Olivier Garnier, « *La France est marquée historiquement par des spécificités structurelles* », parmi lesquelles on trouve « *le poids relativement fort des entreprises publiques, l'organisation collective de la protection sociale mais aussi d'une certaine forme de production (coopératives)* ».¹

Dès 1986, l'Etat a souhaité rendre au secteur privé de grandes entreprises concurrentielles, nationalisées, pour la plupart, en 1982. Les privatisations ont été, judicieusement, mises à profit pour encourager, à grande échelle, l'actionnariat populaire et salarié.

D'autres mesures sont intervenues dans le domaine social, et ont consisté, notamment à développer l'épargne salariale, qui distingue, par l'importance qui lui a été accordée historiquement, la France des autres pays d'Europe continentale². Mais la clé d'une croissance forte de l'épargne en actions des ménages réside, sans doute, aujourd'hui, dans le développement d'une forme d'épargne retraite par capitalisation. Le Gouvernement semble partager cet objectif, défendu de longue date par la majorité sénatoriale.

Ce rapport d'information a bénéficié de contributions du Bureau d'informations et de prévisions économiques (BIPE), sous la forme de trois études, publiées en annexe : la première présente une « *radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France* » ; la deuxième détaille les « *comportements financiers des ménages résidant en France* » ; la troisième s'intéresse à « *la montée en puissance des investisseurs institutionnels* », et à ses implications réglementaires.

¹ O. Garnier, « *La place des actions dans le patrimoine des ménages. Mesures et comparaisons internationales* », *Rapport du Commissariat général du Plan*, décembre 2002, p. 57.

² Il peut être utile, à ce sujet, de se référer à l'étude de législation comparée, réalisée par le service des affaires européennes du Sénat, en septembre 1999, intitulée « *l'intéressement, la participation et l'actionnariat salarié* ».

Cette troisième étude, en particulier, met en évidence les risques associés à la croissance des marchés d'actions, et à la financiarisation de l'économie, qui peuvent être source d'instabilité. Une orientation plus accentuée de l'épargne des ménages vers les placements actions, qui passerait notamment par la croissance de l'épargne retraite, devra donc s'accompagner de régulations nouvelles.

PREMIÈRE PARTIE :

LA PLACE DES ACTIONS DANS LE PATRIMOINE DES MÉNAGES

L'épargne peut être définie comme la fraction du revenu disponible des ménages qui, chaque année, n'est pas affectée à la consommation immédiate, mais à la consommation future. Elle s'analyse donc comme à un flux financier. Sur la durée, l'épargne accumulée constitue un stock qui représente le patrimoine des ménages. La valeur du patrimoine des ménages est affectée par les variations des flux d'épargne, mais aussi par les variations de la valeur des actifs dont il est composé. La valeur des actions, en particulier, est sujette régulièrement à des variations de grande ampleur, comme l'illustrent les fluctuations récentes des cours boursiers.

Evaluer la place des actions dans le patrimoine des ménages est une tâche moins aisée qu'il peut sembler à première vue. Elle suppose en effet de lever de sérieuses difficultés de méthode.

En premier lieu, il est difficile de connaître la valeur des actions des sociétés non cotées. La valeur des actions des sociétés cotées est publique, et résulte de la rencontre de l'offre et de la demande d'actions sur les marchés boursiers. La valeur des actions des sociétés non cotées n'est pas connaissable directement, et doit faire l'objet d'une évaluation indirecte, qui peut prêter à controverse.

En second lieu, une proportion non négligeable de l'épargne des ménages est placée en actions de manière indirecte, c'est-à-dire par l'intermédiaire de produits proposés par des investisseurs institutionnels, tels que les compagnies d'assurance (assurance-vie) ou les fonds d'investissement (OPCVM notamment). Ce sont, juridiquement, ces investisseurs institutionnels qui sont propriétaires des actions, mais ils les détiennent pour le compte des ménages épargnants qui sont leurs clients. Il est donc indispensable, si l'on veut avoir une vision juste de la place des actions dans le patrimoine des ménages, de rendre « transparents » ces intermédiaires financiers, afin de prendre en compte les actions qu'ils détiennent pour le compte des ménages.

Il ne faut pas oublier, enfin, la grande volatilité de la valeur des actions. Celle-ci doit conduire à bien distinguer les variations de flux des variations de stocks. Une forte appréciation de la valeur du patrimoine en actions des ménages ne signifie pas nécessairement que ceux-ci achètent massivement des actions, mais peut simplement être la conséquence de

l'appréciation en Bourse du stock d'actions existant. La même observation vaut bien sûr, en sens inverse, en cas de baisse des cours.

Il faut donc se féliciter de la publication récente de travaux du Commissariat général du Plan consacrés à ces questions. Un premier rapport, intitulé « Actions non cotées »¹, s'est efforcé de résoudre la première difficulté susmentionnée, et propose désormais une évaluation crédible de la valeur des actions non cotées en France. Un second rapport, relatif à « La place des actions dans le patrimoine des ménages »², a étudié de manière approfondie les statistiques disponibles en France comme à l'étranger, et propose un utile état des lieux, dans une perspective comparative. Par ailleurs, une étude a été commandée, pour le compte de votre délégation, au Bureau d'informations et de prévisions économiques (BIPE), dont un volet propose une intéressante « radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France ». Elle enrichira également notre réflexion.

I. LES ACTIONS OCCUPENT UNE PLACE CROISSANTE DANS LES PLACEMENTS DES FRANÇAIS

Depuis une vingtaine d'années, la place des actions dans l'épargne des ménages tend indiscutablement à s'accroître. Une « culture actionnariale » se répand peu à peu dans la population française.

A. L'ÉPARGNE FINANCIÈRE TEND À PROGRESSER DANS LE TOTAL DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

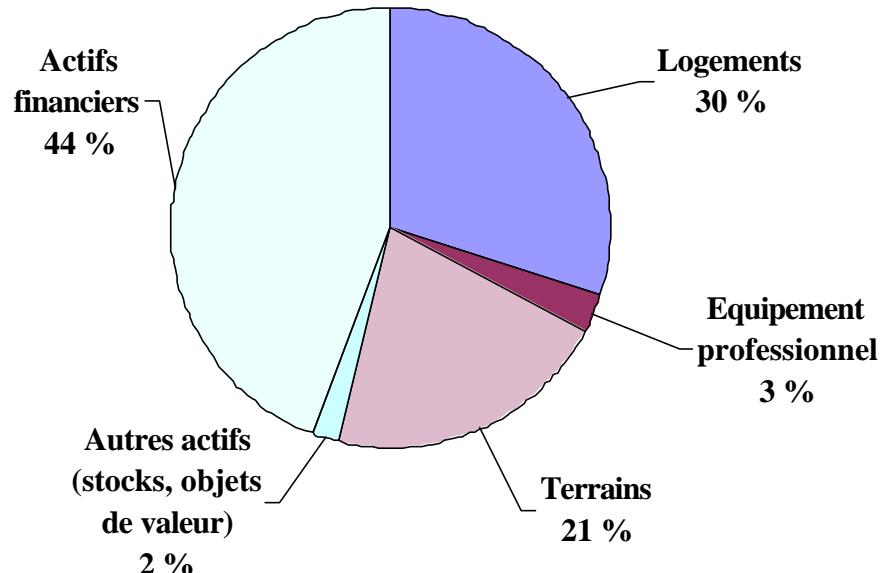
Une première distinction doit être opérée entre l'épargne financière et l'épargne non financière des ménages. Actions, obligations, sommes détenues sous forme de numéraires, ou déposées sur un compte bancaire, composent l'épargne financière des ménages. L'épargne non financière est constituée principalement d'actifs immobiliers (logements et terrains).

En 2001, le patrimoine brut des ménages français s'élevait à 5 665,9 milliards d'euros (le patrimoine net de dettes représentant, pour sa part, 4 990,5 milliards d'euros). **L'épargne financière représentait 44 % de ce total** (cf. graphique *infra*).

¹ « Actions non cotées », *Rapport du groupe de travail présidé par Jean-Paul Milot, Commissariat général du Plan, décembre 2002*.

² « La place des actions dans le patrimoine des ménages », *Rapport du groupe de travail présidé par Olivier Garnier, Commissariat général du Plan, décembre 2002*.

Graphique 1
Composition du patrimoine brut des ménages français en 2001



Source : *Rapport Garnier (2002)*.

Une tendance à l'accroissement de la part des actifs financiers dans le patrimoine des ménages se dessine sur longue période. Les actifs financiers représentaient seulement 31,5 % du patrimoine des ménages en 1980, et 43 % en 1990 ; à la fin des années 1990, la part des actifs financiers a dépassé les 50 % (le seuil étant franchi en 1996), avant de refluer à 44 % en 2001. Les données, encore provisoires, disponibles pour 2002 suggèrent que ce mouvement de reflux s'est poursuivi (42,3 %). Ces variations de grande ampleur s'expliquent pour l'essentiel par la volatilité du cours des actions. En 2001 et 2002, la baisse des cours de Bourse a été telle qu'elle a provoqué une diminution de la valeur du patrimoine financier total des ménages.

Si l'on s'en tient à une analyse en termes de flux, on observe que, en moyenne, sur la période récente (1995-2001), le montant des placements financiers des ménages est proche de 95 milliards d'euros par an¹. Les produits d'assurance-vie représentent 60% de ces nouveaux placements. Les livrets

¹ *Les données qui suivent sont issues de l'étude du BIPE, publiée en annexe, relative aux « comportements financiers des ménages résidant en France, 1995-2001 ».*

d'épargne en représentent 11%, et l'épargne contractuelle (Plan d'épargne populaire, Plan d'épargne logement) 16%.

La forte accumulation dans les OPCVM monétaires, réalisée entre 1989 et 1993, a laissé place à un reflux jusqu'en 1998. Leur contribution redevient positive entre 1999 et 2001. Un mouvement de substitution s'est opéré des OPCVM monétaires et obligataires vers les OPCVM actions et diversifiés.

La souscription nette d'actions cotées (détenues en direct par les ménages) n'est positive qu'en 2000. La contribution des actions non cotées est positive sur la période (2% du flux global).

La contribution des fonds d'investissement divers, parmi lesquels on trouve, notamment, les Fonds communs de placement d'entreprise, qui drainent une partie de l'épargne salariale, est de 4% par an en moyenne.

Flux des placement financiers 1995-2001, en %

Codes		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Moyenne 95-01
AF21	Billets et pièces	0.2	0.2	0.5	0.4	2.6	-0.2	-14.1	-1.5
AF22	Dépôts transférables	12.9	-4.6	2.7	5.8	15.5	-4.7	16.6	6.3
AF293	Epargne contractuelle	27.7	43.8	29.7	15.6	8.9	-14.8	-2.5	15.5
AF29 ¹	Autres dépôts	29.0	-3.3	12.5	8.4	-2.1	8.2	24.1	11.0
AF3	Titres hors actions	5.2	-2.9	-19.8	-3.3	-2.0	-3.7	-2.2	-4.1
AF4	Crédits	1.9	1.8	3.6	-8.4	1.9	5.1	1.4	1.1
AF42	<i>Crédits à long terme</i>	1.6	0.8	2.3	-8.7	2.3	5.1	1.7	0.7
AF511	Actions cotées	-5.7	-1.2	-3.8	-0.6	-3.5	9.2	-1.4	-1.0
AF512	Actions non cotées	4.4	3.4	5.0	2.2	-0.9	-2.0	1.9	2.0
AF513	Autres participations	3.3	5.6	3.6	3.1	6.8	4.3	4.7	4.5
AF521	Titres d'O.P.C.V.M. monétaires	-23.1	-23.0	-11.4	-5.2	1.2	-3.4	5.3	-8.5
AF522	Titres d'O.P.C.V.M. généraux	-17.6	-0.4	-8.6	3.6	4.8	12.7	0.8	-0.7
AF523	Titres de fonds d'investissement divers	0.3	3.1	5.0	3.7	6.0	7.4	0.3	3.7
AF61(a)	Assurance vie	56.7	75.6	73.2	52.3	39.5	70.4	54.7	60.3
AF61(b)	Fonds pension	6.1	0.1	2.8	5.9	7.4	10.8	10.1	6.2
AF62	Réserves primes et sinistres	2.6	0.6	4.0	5.2	6.0	3.7	2.3	3.5
AF7	Autres comptes à recevoir ou à payer	-3.8	1.0	1.0	11.0	7.9	-3.2	-1.7	1.8
AF98	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	Total en millions d'euros	86 808	83 331	94 751	89 459	125 275	84 585	98 327	94 648

Source : BIPE (2002)

¹ Excepté AF293 – épargne contractuelle

Le montant du patrimoine financier des ménages varie aussi en fonction de réévaluations de la valeur des actifs, en particulier des actions.

Les tableaux suivants permettent de préciser les contributions respectives des flux et des effets de valorisation aux variations du patrimoine financier des ménages. Le premier tableau décompose la croissance annuelle du patrimoine financier en distinguant le flux de nouveaux placements financiers, le montant des réévaluations d'actifs dues aux mouvements de prix, et un troisième facteur, « autres variations en volume », apparu récemment dans les comptes nationaux et d'importance plus marginale¹. Le second tableau fait apparaître, en pourcentage, la croissance annuelle des patrimoines financiers, et les contributions de chacun de ces trois facteurs, en pourcentage du montant du patrimoine de début d'année.

**Les facteurs d'évolution du patrimoine financier 1995-2001,
en millions d'euros**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Flux	Nd	83 330	94 752	89 461	125 276	84 583	98 327
Réévaluations	Nd	70 356	64 956	105 512	188 454	9 850	-101 217
Autres variations en volume	Nd	6 917	1 981	-28 396	-22 331	-3 684	0
Patrimoine financier total	1 713 803	1 874 407	2 036 094	2 202 670	2 494 070	2 584 818	2 581 927

Source : *Comptes nationaux, calculs BIPE*

¹ La rubrique « autres variations en volume » comptabilise des changements de nature des actifs (par exemple, une action non cotée qui devient une action cotée), ou des changements de classement des unités économiques (une entreprise individuelle qui prend la forme sociétaire, par exemple, quitte le secteur « ménages » pour entrer dans le secteur « sociétés »).

**Les facteurs d'évolution du patrimoine financier 1995-2001,
en % du patrimoine d'ouverture, 1995 = 100**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Moyenne 96-01
Flux	4,9	5,1	4,4	5,7	3,4	3,8	4,5
Réévaluations	4,1	3,5	5,2	8,6	0,4	- 3,9	3,0
Autres variations en volume	0,4	0,1	- 1,4	- 1,0	- 0,1	0,0	- 0,3
Croissance annuelle	9,4	8,6	8,2	13,2	3,6	- 0,1	7,2
Patrimoine financier total (croissance cumulée)	109,4	118,8	128,5	145,5	150,8	150,7	

Source : Comptes nationaux, calculs BIPE

En moyenne, sur la période 1995-2001, le patrimoine financier des ménages a crû de 7,2 % par an. Le profil de cette période est heurté, avec une progression très forte de 1996 à 1999, puis une rupture en 2000, avec l'éclatement de la « bulle » boursière, qui s'est produit à peu près au même moment dans tous les pays développés. La croissance du patrimoine financier des ménages a été nettement plus rapide que celle du revenu disponible brut des ménages (+ 4 % par an en moyenne).

B. LA MONTÉE DE LA PART DES ACTIONS DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES

Le choix des épargnants français de placer une part plus importante de leur revenu en produits financiers tient pour beaucoup à leur intérêt renouvelé pour les placements en actions.

La part des actions dans le patrimoine financier des ménages a, en effet, été multipliée par 2,6 entre 1977 et 2001, passant de 11 % à 30 % du total entre ces deux dates.

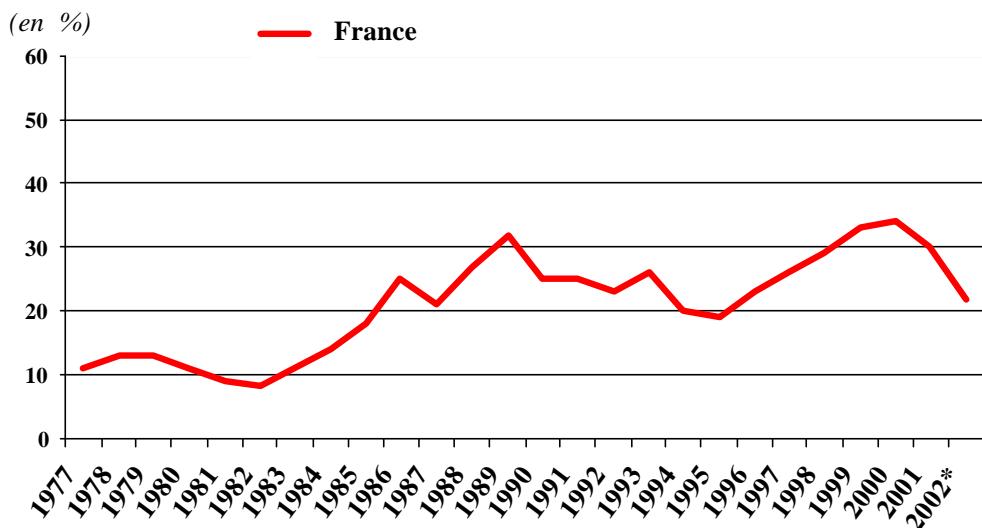
Cette augmentation s'explique, pour une part, par un effet de flux. **Depuis 1977, les ménages ont toujours été acheteurs nets d'actions** (sauf en 1982, année où la vague de nationalisations a considérablement raréfié l'offre d'actions).

Elle a été amplifiée par l'appréciation de la valeur des actions. La tendance générale à la hausse du cours des actions ne doit cependant pas masquer les importantes fluctuations qui se sont produites depuis 25 ans. De 1977 à 1982, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages français a, par exemple, sensiblement baissé. Elle a augmenté à partir de 1982,

et a connu une hausse rapide jusqu'en 1989, sous le double effet des privatisations, qui ont augmenté l'offre d'actions à partir de 1986, et de performances boursières remarquables (les cours de Bourse ont été multipliés par cinq sur la période).

La part des actions dans le patrimoine financier des ménages a régressé, par la suite, de 1989 à 1995. La hausse des cours de Bourse a été faible au cours de cette période. Et les ménages ont davantage orienté leur épargne vers des OPCVM¹ monétaires, ou des produits d'assurance-vie incorporant peu d'actions, rendus plus attractifs par la hausse des taux d'intérêt réels. Un retournement s'est produit en 1995, encouragé par une nouvelle vague de privatisations, et par des performances boursières exceptionnelles. Enfin, une dernière rupture est intervenue en 2000, la chute des cours boursiers entraînant une forte baisse de la valeur du patrimoine en actions des ménages. Le graphique suivant synthétise ces évolutions.

Part des actions dans le patrimoine financier des ménages



Source : calcul Commissariat Général du Plan à partir des comptes financiers, FOF

* Estimation pour septembre 2002.

L'étude réalisée par MM. Babeau et Boutillier, publiée en annexe, montre que la hausse de la part des actions dans le patrimoine des ménages résulte, à la fois, des comportements de placement des épargnants individuels, mais aussi des choix de placement des intermédiaires financiers (banques, compagnies d'assurance, OPCVM) auxquels ils confient leur épargne.

¹ Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Si l'on considère les seuls actifs financiers détenus en direct par les ménages, la part des produits de fonds propre¹ est passée de 11% en 1995 à 19% en 2000, soit une multiplication par un coefficient de 1,67. En revanche, si l'on considère tous les actifs financiers détenus par les ménages, en direct et via les intermédiaires financiers, cette part passe de 19% à 37% en 2000, soit une multiplication par un coefficient de 1,96. Les comportements de placement des intermédiaires financiers ont donc **amplifié** les évolutions constatées au niveau des épargnants individuels.

Les intermédiaires financiers acquièrent beaucoup plus d'actions cotées et d'actions étrangères que ne le font les ménages directement. Ils contribuent ainsi à la diversification de leur portefeuille, et notamment à une certaine internationalisation. Toutefois, 84% des actions cotées détenues par les ménages sont encore des actions françaises. Les actions non cotées sont davantage détenues par les ménages que par les intermédiaires financiers.

Ce sont surtout les compagnies d'assurance et les OPCVM qui ont réorienté leurs placements vers les actions (sans que celles-ci deviennent toutefois majoritaires parmi leurs actifs). La contrepartie de l'épargne déposée auprès des banques demeure essentiellement composée de créances sur les agents non financiers (prêts aux entreprises et aux ménages).

C. LE DÉCLIN RELATIF DU NON COTÉ ET DE LA DÉTENTION DIRECTE

Dresser une typologie de la détention d'actions par les ménages conduit à distinguer :

- les actions cotées et les actions non cotées,
- la détention directe et la détention indirecte d'actions.

1. Déclin du non coté

Il n'est guère surprenant que les ménages détiennent principalement des actions non cotées. La grande majorité des sociétés par actions existant en France ne sont, en effet, pas cotées en Bourse.

¹ *Les produits de fonds propres sont les actions cotées et non cotées mais aussi les autres formes de fonds propres, parmi lesquelles on trouve notamment les parts sociales de SARL. Ces chiffres sont issus de calculs réalisés par le BIPE, à partir d'une série corrigée pour les actions non cotées.*

QUELQUES DONNÉES STATISTIQUES SUR LES SOCIÉTÉS

1. Statistiques des sociétés au 1^{er} mars 2002

Le nombre des sociétés immatriculées dépasse largement le million. Selon les statistiques fournies par l'INSEE, elles se répartissaient de la façon suivante à la date du 1^{er} mars 2002.

Type de société	Nombre	Pourcentage
SARL	845 470	68,12 %
Sociétés civiles	182 287	14,69 %
Sociétés anonymes	149 108	12,01 %
Sociétés en nom collectif	29 150	2,36 %
Sociétés par actions simplifiées	24 890	2,00 %
GIE* et GEIE**	8 973	0,72 %
Sociétés en commandite	1 330	0,10 %
Total	1 241 208	100 %

* Groupements d'intérêt économique

** Groupements européens d'intérêt économique

Les sociétés anonymes, les sociétés par actions simplifiées, et une partie des sociétés en commandite, émettent des actions.

2. Sociétés françaises cotées en 2002 :

Premier marché : 425

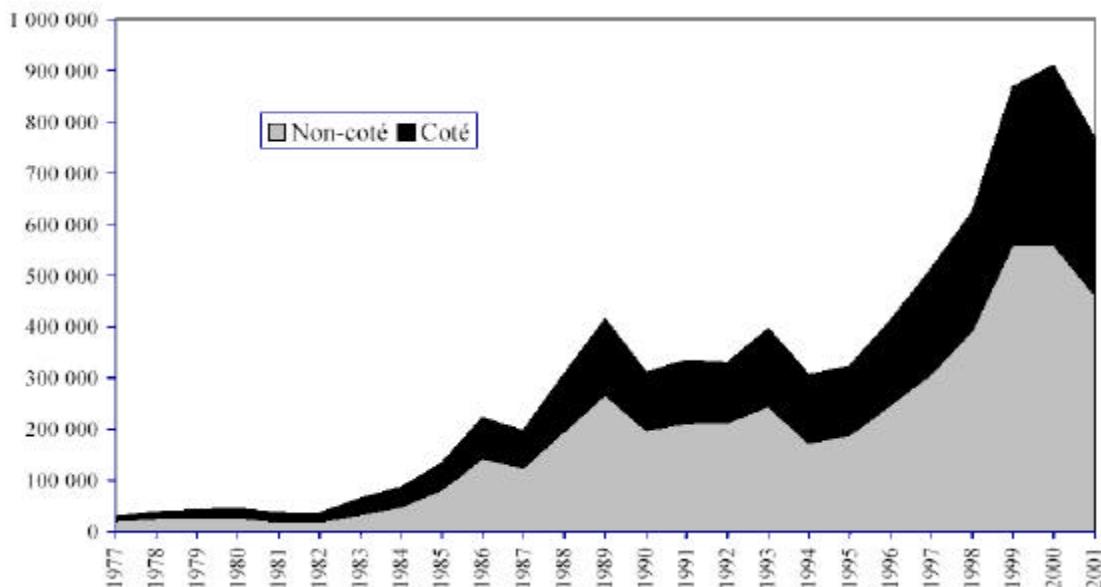
Second marché : 347

Nouveau marché : 164

Total : **936**

Toutefois, la tendance récente est à un déclin de la part du non coté dans le patrimoine des ménages. En 1977, 71 % des actions détenues étaient non cotées, contre seulement **60 % en 2001**.

Montant des actions détenues par les ménages en France, coté/non coté
(*en millions d'euros*)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

Cette évolution de la répartition entre coté et non coté reflète une évolution de l'offre : les sociétés cotées sont devenues plus nombreuses, en raison des privatisations, et du choix d'un nombre croissant de chefs d'entreprise d'introduire leur société en Bourse.

Précisons que le graphique ci-dessus a été réalisé à partir de la valeur des actions non cotées, telle qu'elle a été estimée par le groupe de travail « Actions non cotées », créé par le Commissariat général du Plan. Cette précision est d'importance puisque ce groupe de travail a estimé qu'une évaluation réaliste de la valeur des actions non cotées détenues par les ménages supposait de diviser par 2,1 l'estimation proposée par les comptes nationaux.

L'estimation proposée par les comptes nationaux est fondée sur une étude de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France, qui indique que, en moyenne, 35 % du capital d'une entreprise est détenu par les ménages. Ce ratio, qui n'est pas pondéré par la taille des entreprises, a été utilisé pour évaluer le montant d'actions non cotées détenues par les ménages. Or, cette méthode est des plus approximatives, dans la mesure où la proportion

d'actions détenues par les ménages décroît avec la taille des entreprises. Les ménages détiennent donc bien moins de 35 % des actions non cotées.

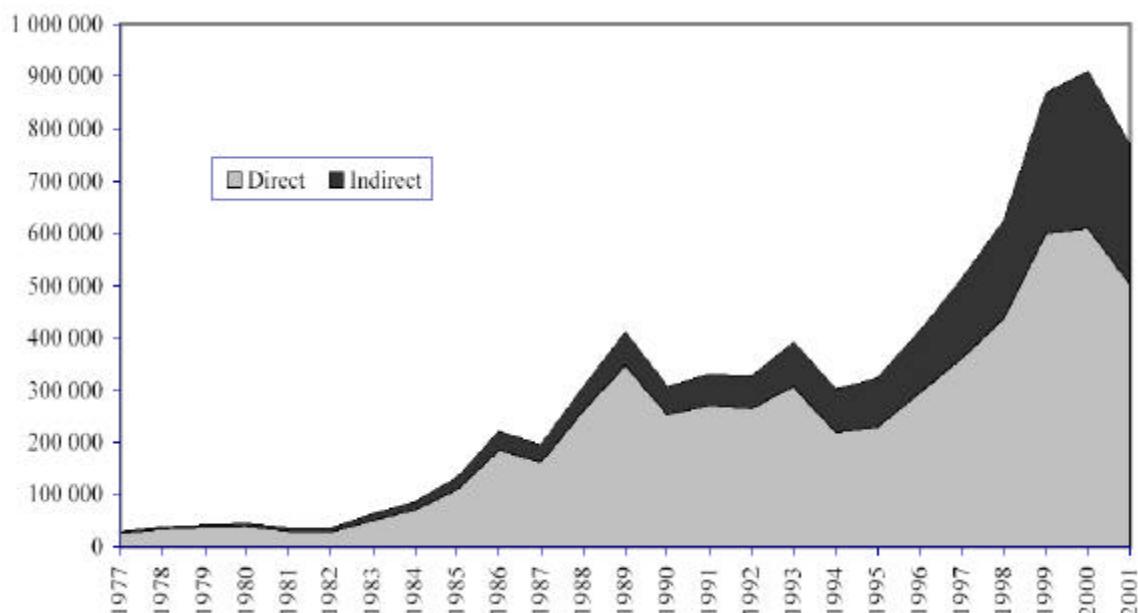
L'évaluation proposée par le Commissariat général du Plan est ainsi de 463 milliards d'euros en 2001 pour les actions non cotées détenues par les ménages (l'estimation présentée dans les comptes financiers est de 973 milliards d'euros).

2. Repli de la détention directe

Les ménages peuvent détenir des actions de manière directe ou de manière indirecte, c'est-à-dire *via* des instruments de placement composites (titres d'OPCVM, assurance-vie), gérés par les investisseurs institutionnels (l'encadré 1 présente les grandes catégories d'investisseurs institutionnels, et les principales caractéristiques des produits d'épargne qu'ils proposent).

La détention directe d'actions reste prédominante dans notre pays (65 % du total en 2001). Elle est cependant en recul au fil des ans : le nombre d'actions détenues de manière indirecte par les ménages a été multiplié par trois depuis 1977. Cette augmentation tient plus aux progrès de l'assurance-vie (76 % du total) que des OPCVM.

Montant des actions détenues par les ménages en France, direct et indirect
(*en millions d'euros*)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

Le déclin relatif de la détention directe n'est pas sans lien avec le déclin du non coté : en effet, la plupart des actions non cotées sont détenues en direct. Au-delà de cette relation arithmétique, le choix de la détention indirecte s'explique aussi par des justifications économiques. Allen et Santomero¹ mettent en avant le rôle des **coûts de participation** comme élément explicatif du choix des ménages pour des placements intermédiaires. Leur analyse part du constat que, face à la sophistication croissante des marchés financiers, la gestion d'un portefeuille d'actions requiert un effort d'acquisition et d'utilisation de l'information de plus en plus important pour les investisseurs. Par leurs compétences, éventuellement renforcées par une spécialisation pertinente, les intermédiaires financiers offrent un service essentiel aux épargnants. L'avantage qu'ils procurent est encore accru lorsque l'épargne est placée en titres étrangers (l'accès à l'information utile est alors encore plus difficile).

ENCADRÉ 1 :

LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LES PRODUITS D'ÉPARGNE EN ACTIONS

Trois grands types d'investisseurs institutionnels existent dans le monde : les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ; les compagnies d'assurance ; et les fonds de pension. Seuls les deux premiers types d'acteurs sont fortement présents en France.

a) Les organismes de placement collectif en valeur mobilière :

Les OPCVM, ou fonds mutuels d'investissement, se subdivisent eux-mêmes en trois catégories de fonds. On distingue en effet :

- les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) : ces fonds se caractérisent par la variabilité de leurs fonds propres, qui dépendent des entrées et sorties continues de souscriptions ;

- les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) : le capital du fond ne dépend pas des entrées et sorties de souscriptions, mais seulement de la valeur des investissements sous-jacents ;

- les « *unit trusts* » : ces fonds, présents dans les pays anglo-saxons, investissent dans un portefeuille dont la composition ne varie pas pendant la durée de vie du fonds.

¹ Allen F.A. et Santomero A.M. (2001), « *What do financial intermediaries do ?* », *Journal of Banking and Finance*, n° 25.

Les SICAV sont prédominantes en France, et en Europe continentale de manière générale, tandis que les deux autres catégories de fonds sont plutôt répandues aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Une autre classification des OPCVM peut être opérée selon le type de placements qu'ils proposent :

- les fonds du marché monétaire sont principalement investis dans des titres de dette de court terme, c'est-à-dire avec une maturation de moins de douze mois ;

- les fonds obligataires sont investis dans des titres de dette de plus long terme, émis par les entreprises, ou, principalement, par les administrations publiques ;

- les fonds actions sont placés dans des actions de sociétés ; ils sont plus ou moins risqués, selon les stratégies de placement choisies par les gestionnaires du fonds ;

- enfin, les fonds mixtes optent pour des placements diversifiés, mêlant actions et obligations.

Naturellement, seuls les fonds actions ou mixtes sont des véhicules de l'épargne en actions des ménages.

Les OPCVM ont une importante clientèle de particuliers. Mais ils tendent de plus en plus à devenir des prestataires de services de gestion pour le compte d'autres investisseurs institutionnels, fonds de pension ou assureurs-vie.

b) L'assurance-vie : les compagnies d'assurance-vie sont également d'importants détenteurs d'actions.

Il existe deux grandes classes de produits d'assurance-vie :

- des produits prévoient, à la sortie du contrat, le versement d'une somme fixée à l'avance, ou, au moins, d'une somme minimale garantie ;

- d'autres produits ne garantissent aucun rendement précis pour le client : ce qu'il touche dépend simplement de la rentabilité des investissements effectués.

Les contraintes imposées aux assureurs pour limiter leur prise de risque ont été assouplies dans la plupart des pays européens dans les années 1990, ce qui a favorisé les placements en actions.

c) Les fonds de pension : peu répandus en France, à l'exception de la Préfon, ils jouent un rôle essentiel dans les pays anglo-saxons. Ce sont à la fois des instruments d'épargne-retraite pour les ménages, et d'importants acteurs du financement de l'économie.

Leurs horizons de placement très longs les différencient des OPCVM ou des assureurs-vie. Les possibilités de retrait avant terme des fonds par les épargnants sont généralement très limitées. Cette organisation favorise les placements en actions qui sont les plus rentables à long terme.

La répartition du risque entre le fonds de pension et l'épargnant n'est pas la même selon que l'on a souscrit à un fonds à prestations définies ou à cotisations définies :

- dans les fonds à prestations définies, l'épargnant est assuré de toucher, pendant sa retraite, un certain niveau de pension, sauf défaut du fonds ;

- dans les fonds à cotisations définies, l'épargnant choisit entre différents instruments de placement qui présentent des profils de risque et de rendement variés ; la pension qu'il percevra sera fonction de la rentabilité des placements effectués.

Aux Etats-Unis, pays où les fonds de pension sont les plus développés, **les fonds à prestations définies demeurent largement majoritaires, mais perdent du terrain au profit des fonds à cotisations définies.**

II. COMPARAISONS INTERNATIONALES : LA FRANCE DANS LA MOYENNE EUROPÉENNE, ET EN RETRAIT PAR RAPPORT AUX PAYS ANGLO-SAXONS

Les données disponibles, qui doivent être traitées avec précaution, en raison des différences de mode de calcul selon les pays, suggèrent que **la détention d'actions par les ménages français les situent à un niveau comparable à celui de leurs homologues des autres grands pays de la zone euro (Allemagne, Italie, Espagne). Les pays anglo-saxons (Etats-Unis, Royaume-Uni) se distinguent par la part beaucoup plus importante des actions dans le patrimoine des ménages.** Cet écart est pour l'essentiel la conséquence du mode d'organisation des systèmes de retraites.

A. LA FRANCE DANS LA MOYENNE EUROPÉENNE

Les données fournies par le Commissariat général du Plan suggèrent que la France occupe une position moyenne en Europe continentale pour la détention d'actions par les ménages.

**Poids des actions en détention directe et indirecte
dans le patrimoine financier des ménages (en pourcentage)**

	Allemagne	Espagne	France	Italie
2001	n.d.	n.d.	29,8	n.d.
2000	26,1	39,7	33,8	35,6
1999	26,3	42,2	33,4	36,0
1998	21,1	35,9	28,1	27,5

Source : calcul CGP à partir des comptes financiers nationaux

On observe une progression régulière du poids des actions dans le patrimoine financier des ménages à la fin des années 1990. L'appréciation des cours de Bourse pendant cette période donne cependant une image accentuée de ce phénomène. Certaines spécificités nationales s'érodent, favorisant une convergence vers un modèle commun aux grands pays de la zone euro. Notamment, les ménages italiens, qui ont longtemps privilégié l'achat d'obligations d'Etat, se tournent aujourd'hui davantage vers les placements en actions. Il est vrai que l'effort d'assainissement budgétaire conduit dans ce pays, dans les années 1990, à beaucoup réduire l'offre de titres publics.

Les problèmes de méthode que pose l'estimation de la valeur des actions non cotées doivent cependant inciter à considérer ces chiffres avec prudence. Tous les pays n'appliquent pas la même méthode de calcul, ce qui peut induire des biais de sur ou de sous-estimation (voir encadré 2).

ENCADRÉ 2

Le rapport « Actions non cotées » a identifié trois catégories d'approche possibles pour estimer la valeur des actions non cotées.

La première approche consiste à évaluer la valeur des actions non cotées par référence à la valeur des actions cotées. On calcule d'abord le *price earning ratio* des sociétés cotées, c'est-à-dire leur ratio capitalisation boursière sur fonds propres. Puis on multiplie ce ratio par la valeur des fonds propres des entreprises non cotées. On obtient ainsi une estimation de la valeur des actions non cotées. Cette méthode est, classiquement, utilisée, en France, par les services en charge de la comptabilité nationale à l'INSEE. Elle gagne en précision si l'on ne retient que les actions cotées les moins liquides pour le calcul du *price earning ratio* ; les petites entreprises cotées présentent en effet des caractéristiques davantage comparables à celles des entreprises non cotées.

D'autres méthodes sont fondées exclusivement sur des données comptables émanant des sociétés non cotées : données de bilan (fonds propres comptables) ou données de comptes de résultat (cumul de résultats passés). La référence aux données de bilan est employée par les pays européens qui ne disposent pas de données plus riches. Elle présente l'inconvénient de négliger certains facteurs d'augmentation de la valeur des entreprises (les biens immobiliers d'une entreprise sont, par exemple, généralement comptabilisés à leur valeur historique, ce qui ne permet pas de prendre en compte une éventuelle appréciation de leur valeur). La référence aux comptes de résultat est la méthode employée jusqu'à présent en Espagne. Elle souffre de la grande volatilité caractérisant les données de résultat, même lorsqu'elles sont cumulées sur plusieurs années.

La troisième approche, enfin, consiste à prendre appui sur les prix de transaction observés pour les actions non cotées. Conceptuellement satisfaisante, cette méthode se heurte cependant, dans beaucoup de pays, à l'absence d'un volume d'observations suffisant pour permettre une extrapolation à l'ensemble du stock d'actions non cotées. Cette démarche a été testée en France par l'INSEE à partir des transactions sur actions non cotées intervenues dans le cadre de prises de participations. Elle a donné des résultats convaincants sur le plan statistique, et convergents avec ceux résultant de la première méthode décrite précédemment.

B. EN RETRAIT PAR RAPPORT AUX PAYS ANGLO-SAXONS

Etats-Unis et Grande-Bretagne se détachent nettement dans les classements internationaux, pour ce qui concerne la détention d'actions par les ménages.

**Poids des actions en détention directe et indirecte
dans le patrimoine financier des ménages (en pourcentage)**

	France	Royaume - Uni	Etats - Unis
2001	29,8	n.d.	43,3
2000	33,8	47,7	48,1
1999	33,4	51,7	52,5
1998	28,1	48,2	48,7

Source : calcul CGP à partir des comptes financiers nationaux

Comment expliquer l'écart entre pays anglo-saxons et pays d'Europe continentale en matière de détention d'actions par les ménages ? Cette différence n'est pas conjoncturelle, mais structurelle, et résulte principalement de modes d'organisation différents des retraites.

Dans les pays d'Europe continentale comme la France, d'importants systèmes publics de retraite par répartition assurent un haut niveau de revenu de remplacement aux ménages retraités. Il n'y a pas, pour eux, de nécessité impérieuse de se constituer un complément d'épargne retraite.

Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, l'organisation du système de retraite est différente. Les systèmes publics de retraite n'assurent qu'un faible taux de remplacement du revenu d'activité par la pension qu'ils versent. Les ménages sont donc encouragés à épargner pour leur retraite. Les fonds de pension sont le véhicule privilégié de cette épargne retraite. Ils consacrent une part importante des fonds qu'ils collectent à l'achat d'actions ; une enquête conjointe de l'*Employee Benefit Research* et de l'*Investment Company Institute* (ICI), aux Etats-Unis, a montré, par exemple, que les avoirs des plans « 401 k »¹ étaient, fin 2000, investis à 75 % en actions. En 2000 toujours, un tiers des actions détenues par les ménages américains l'étaient *via* les fonds de pension.

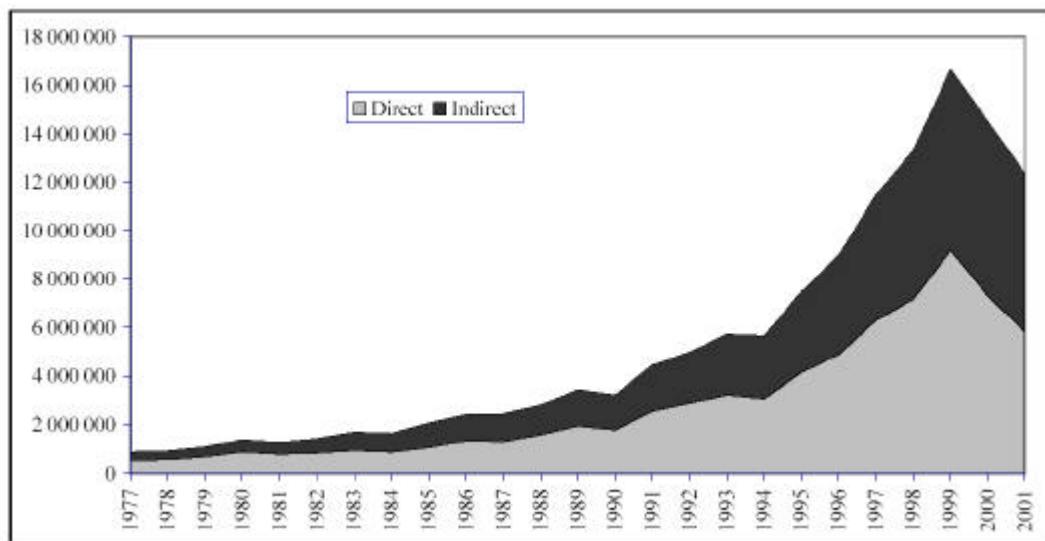
¹ Les plans « 401 k », dont le nom vient de l'article correspondant du code des impôts américain, sont des plans à cotisations définies ; le risque repose donc largement sur l'épargnant.

C. LA DÉTENTION INDIRECTE GAGNE DU TERRAIN DANS TOUS LES PAYS DÉVELOPPÉS

Du fait de la forte orientation des sommes collectées par les fonds de pension vers les placements en actions, la détention indirecte occupe une place plus importante aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne qu'en France.

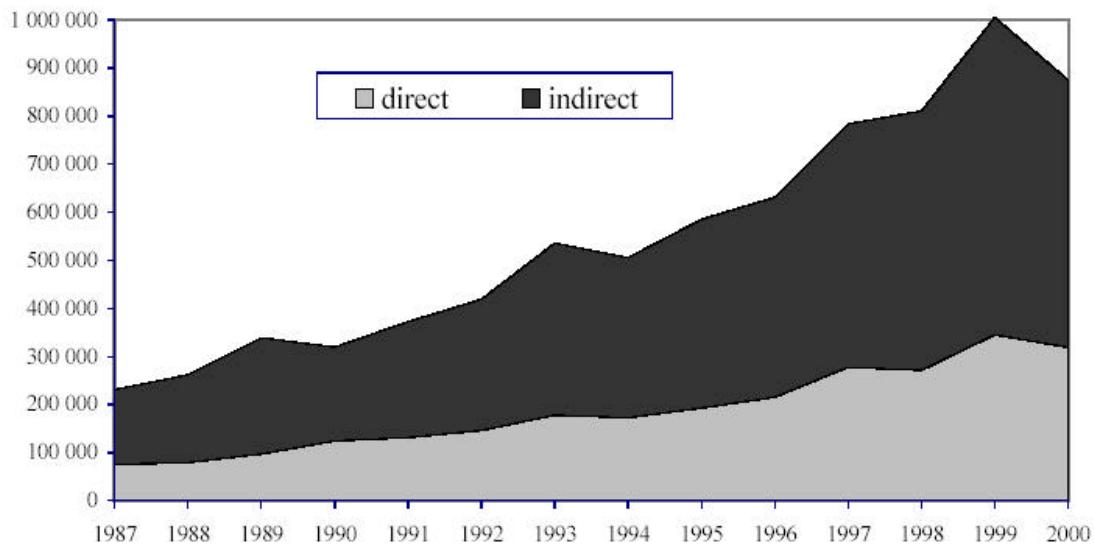
Alors que dans notre pays la détention directe reste prépondérante (près des deux tiers du total), la situation est inverse au Royaume-Uni (64 % de détention indirecte). Aux Etats-Unis, les proportions d'actions détenues de façon directe et indirecte sont à peu près équivalentes (53 % de détention indirecte en 2001).

Montant des actions détenues par les ménages aux Etats-Unis, direct et indirect (en millions de dollars)



Source : calcul CGP à partir des FOF

Montant des actions détenues par les ménages au Royaume-Uni
(en millions d'euros)

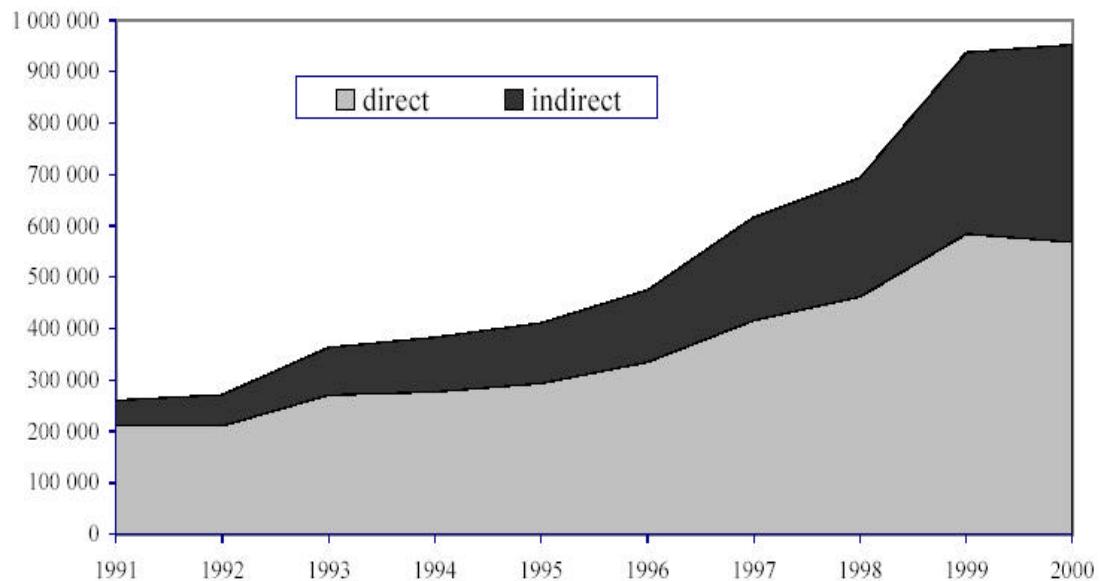


Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

La part de la détention indirecte demeure faible en Espagne (15 %) et se situe à un niveau intermédiaire en Italie (30 %) et en Allemagne (40 %). Il n'en reste pas moins que, ainsi que l'attestent les graphiques présentés en page suivante, « la montée en puissance relative de la détention indirecte demeure le fait majeur et le plus caractéristique des deux dernières décennies »¹.

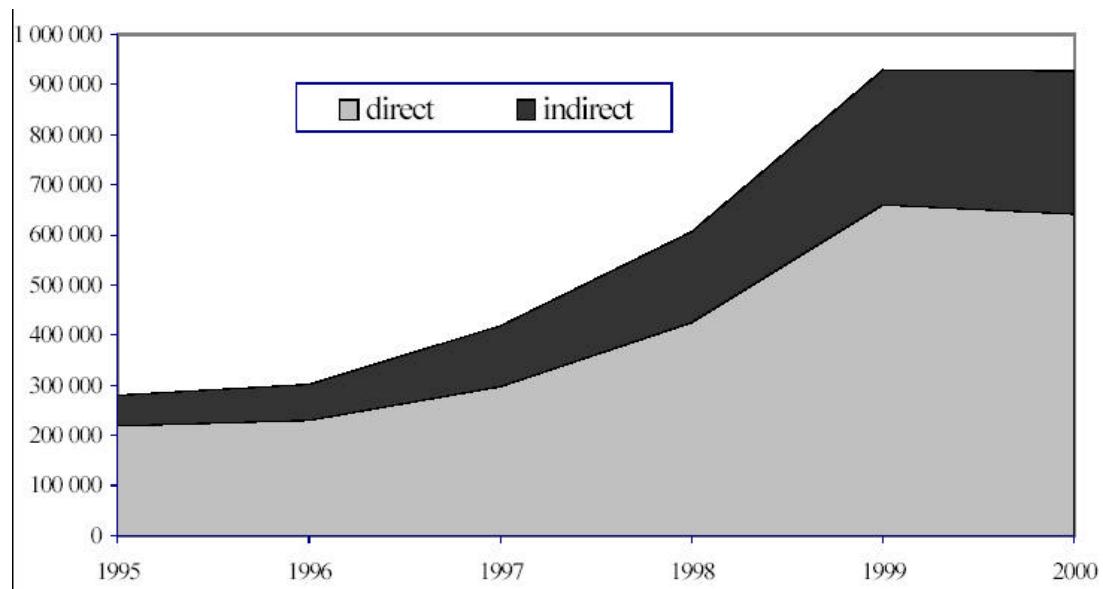
¹ « *La place des actions dans le patrimoine des ménages. Mesure et comparaisons internationales* », Commissariat général du Plan, 2002, p. 32.

Montant des actions détenues par les ménages en Allemagne
(en millions d'euros)



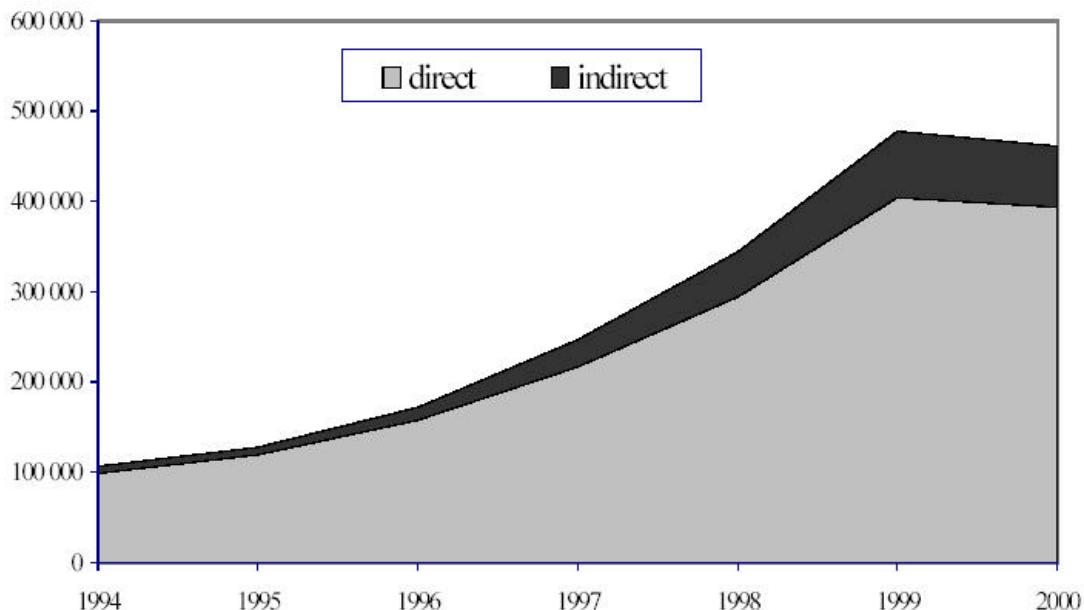
Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

Montant des actions détenues par les ménages en Italie
(en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

Montant des actions détenues par les ménages en Espagne
(en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

En Europe, la croissance de la part de la détention indirecte dans les actions détenues par les ménages est due à la multiplication des fonds d'investissement centrés sur les actions. Le poids des OPCVM actions est important au Royaume-Uni et en Suède (respectivement 76 et 75 % du total des OPCVM en 2000), tandis qu'il est faible en France, (où les OPCVM restent majoritairement investis en titres de court terme), ou en Autriche (respectivement 28 % et 19 % du total).

Aux Etats-Unis, la progression de la détention indirecte s'explique, d'une part, par le choix des ménages de placer une part plus importante de leur épargne dans des produits collectifs (la part de leur patrimoine investie dans les produits collectifs est passée de 40 % à 47 % entre 1999 et 2001) et, d'autre part, par le choix des investisseurs institutionnels d'accroître la part des actions dans leurs placements (de moins de 30 % en 1990 à 48 % en 2001).

Après cette présentation du poids des actions dans l'épargne des ménages, il convient de compléter ce panorama par un examen du degré de diffusion de la détention d'actions au sein de la population.

D. DIFFUSION DE LA DÉTENTION D'ACTIONS, MAIS PERSISTANCE DE FORTES INÉGALITÉS

1. Diffusion graduelle de la détention d'actions parmi les ménages

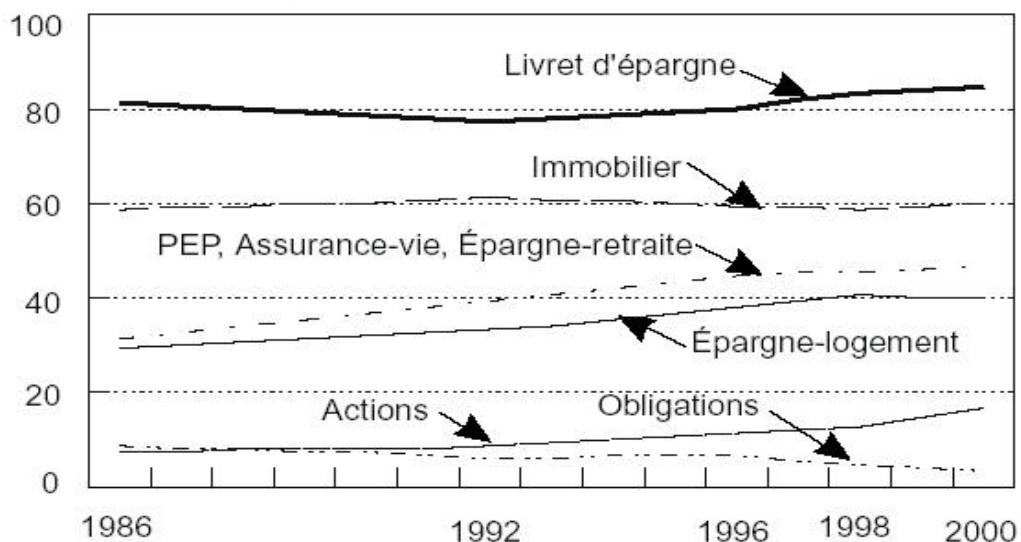
Les données disponibles indiquent que le nombre de ménages détenteurs d'actions est en augmentation lente, mais régulière, depuis le milieu des années 1980.

Les enquêtes « Patrimoine », réalisées à intervalle régulier par l'INSEE, attestent de la diffusion croissante de la détention directe d'actions au sein de la population française (cf. graphique). Un nombre croissant de ménages choisit, de plus, d'investir dans des produits collectifs susceptibles d'être placés en actions (assurance-vie, épargne-retraite).

Toutefois, seule une minorité de ménages détient des actions, alors que six ménages sur dix détiennent un bien immobilier, et que huit sur dix sont titulaires d'un livret d'épargne. Ce constat, conforté par des comparaisons internationales (voir *infra*), permet de penser qu'il existe encore une importante marge de progression pour la diffusion de la détention d'actions dans la société française.

Taux de détention par grands types d'actif patrimoniaux depuis 1986

En % des ménages



Sources : enquêtes sur les actifs financiers 1986 et 1992, enquête Détention d'actifs (EPCV, janvier 1996), enquête Patrimoine 1998, enquête Détention de patrimoine (EPCV, mai 2000), INSEE

Selon le rapport Garnier, **23 % des ménages détiendraient des actions en 1998**, en additionnant détentions directe et indirecte. Il s'agit là d'une estimation, car **les données statistiques existantes ne permettent pas une connaissance immédiate de cette donnée**. Il n'existe pas d'estimation portant sur une année plus récente.

Ce chiffre marque **une progression remarquable par rapport au début de la décennie 1990**. En 1991, seuls 13,9 % des ménages français possédaient des actions. **Mais il reste moitié moindre que le chiffre correspondant aux Etats-Unis et reste éloigné du chiffre anglais**, comme l'indique le tableau suivant.

**Part des ménages détenant des actions
(direct et/ou via des parts d'OPCVM et des fonds de pension)**

	1989 (1991 pour la France)	1998 (1997 pour la France)
Etats-Unis	31,6	48,9
Royaume-Uni	n.d.	34,8
Allemagne	12,4	n.d.*
Italie	10,5	15,2
Pays-Bas	n.d.	24,1
France	13,9	23,1

Source : Observatoire de l'Epargne Européenne (OEE)

* La qualité de l'enquête en 1998 est moins bonne que pour les autres années puisqu'elle ne donne pas le montant de la détention par l'intermédiaire des organismes de placements collectifs.

Si la détention d'actions se diffuse, leur répartition parmi les ménages demeure très inégalitaire.

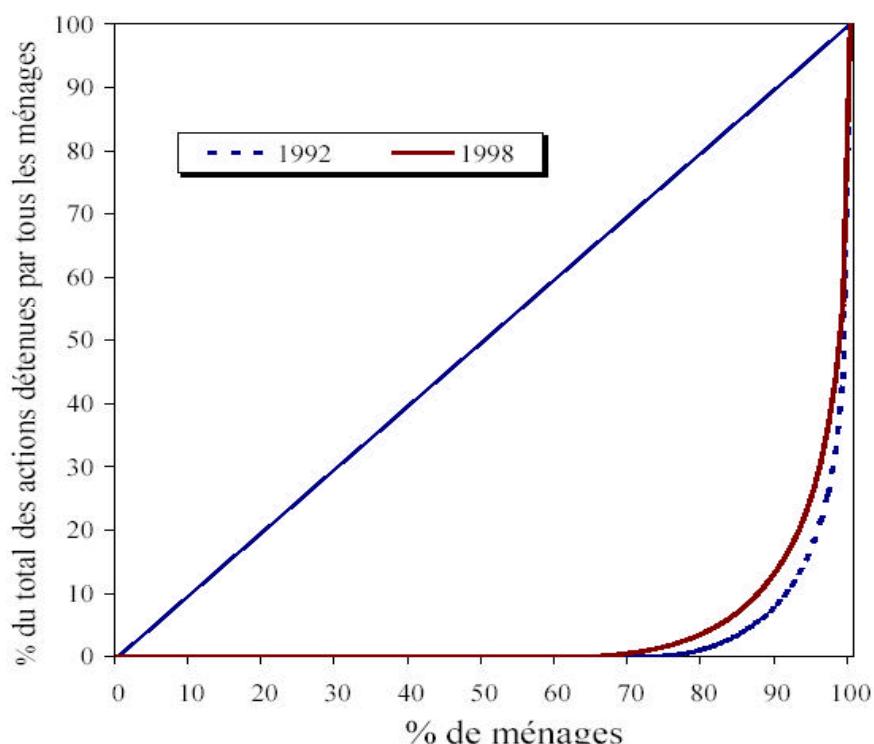
2. Une très forte concentration de la détention d'actions

A nouveau, les données disponibles sont relativement anciennes, puisque la dernière enquête patrimoine de l'INSEE utilisable porte sur l'année 1997. Elles indiquent cependant des ordres de grandeur qui demeurent certainement valables aujourd'hui.

Le fait saillant est le suivant : la distribution des actions parmi les ménages est très inégalitaire, ce qui induit un actionnariat très concentré. **Près de la moitié des actions sont détenues par 1 % des ménages. Près des trois quarts le sont par 5 % des ménages.**

La détention d'actions est donc principalement le fait d'un tout petit nombre de très gros actionnaires, qui s'opposent à une multitude de petits épargnants, détenteurs chacun d'une poignée d'actions. Une présentation graphique permet de mieux visualiser ce phénomène de concentration du patrimoine en actions.

Courbe de Lorenz : concentration du patrimoine en actions en France



Source : Rapport Garnier

L'indice de Gini¹ est un indicateur couramment utilisé pour évaluer le degré de concentration des revenus ou des patrimoines. Un coefficient proche de 1 révèle une très forte concentration. Avec un coefficient de 0,917 en 1998, la concentration du patrimoine en actions des ménages apparaît effectivement très forte. A titre de comparaison, le coefficient de Gini pour le patrimoine global des ménages oscille, selon les années, entre 0,6 et 0,7. La détention

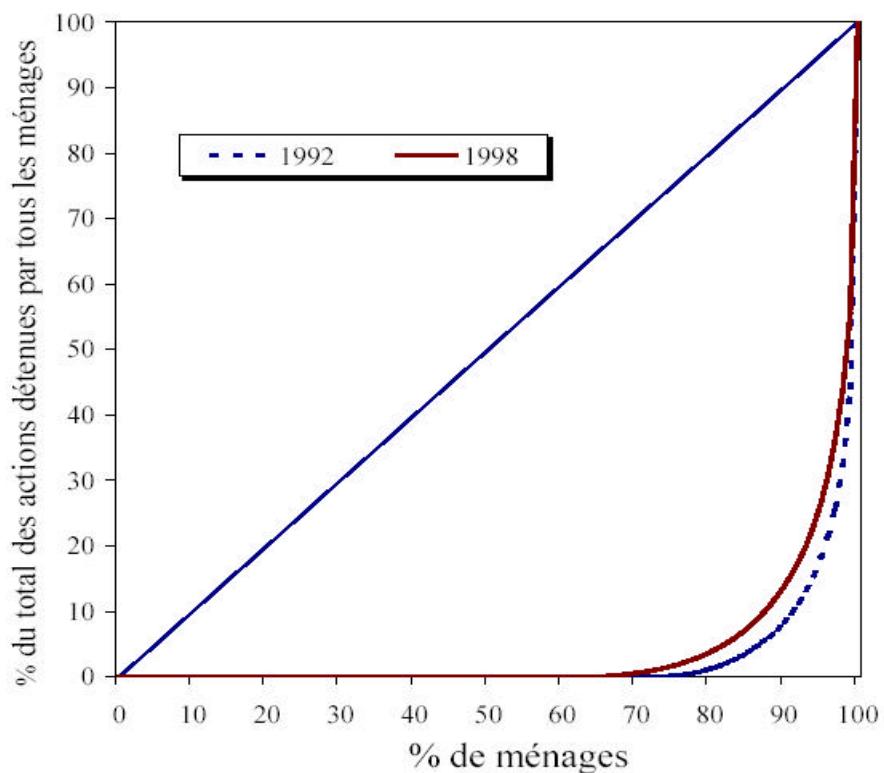
¹ L'indice de Gini est une mesure synthétique de la différence entre la répartition effective des revenus, des patrimoines, ou d'autres variables connexes, et une répartition hypothétique dans laquelle chaque agent recevrait une part égale. Géométriquement, l'indice de Gini est égal à deux fois la surface entre la courbe de Lorenz et la diagonale.

directe d'actions est encore plus inégalement répartie que la détention indirecte (0,97 contre 0,91).

Cette forte concentration a toutefois légèrement diminué entre 1991 et 1998. La détention d'actions s'est un peu « démocratisée » durant cette période, ce qui a contribué à augmenter le poids des actions dans le patrimoine financier des ménages.

Dans les pays étrangers, la distribution des actions est, là aussi, fortement concentrée dans le haut de la hiérarchie des patrimoines. La courbe de Lorenz pour 1998 aux Etats-Unis montre un niveau de concentration très proche de celui de la France.

Courbe de Lorenz : concentration du patrimoine en actions aux Etats-Unis en 1998



Source : Rapport Garnier, d'après le « Survey of Consumer Finances »
Indice de Gini : 0,915

Comme le souligne le rapport Garnier, « la forte différence entre la France et les Etats-Unis dans les taux de détention (respectivement 23 et 49 %) [...] ne doit pas faire illusion quant à l'impact macroéconomique de cette différence de structure : la frange de la population qui est actionnaire aux Etats-Unis mais qui ne l'est pas en France ne détient que 3 % des actions des ménages américains ». Une forte augmentation du nombre de ménages

détenteurs d'actions peut donc ne s'accompagner que d'une faible augmentation du nombre d'actions détenues.

L'écart entre le poids des actions dans le patrimoine financier des ménages aux Etats-Unis et en France s'explique donc par le fait que les ménages américains actionnaires détiennent beaucoup plus d'actions que leurs homologues français.

E. LE PROFIL DES DÉTENTEURS D'ACTIONS

On peut, à la lumière d'une étude de L. Guiso, M. Haliassos et T. Japelli¹, repérer trois caractéristiques majeures du profil des détenteurs d'actions, en France et en Europe. Le niveau d'éducation, le niveau de patrimoine financier et l'âge du chef de famille sont d'importants indicateurs de la propension des ménages à détenir des actions. A cela, peut être ajoutée une présentation de la répartition des actions par catégorie socio-professionnelle (SCP).

1. Détention d'actions et niveau d'éducation

La détention d'actions est plus répandue chez les ménages ayant un niveau d'éducation élevée. Le tableau suivant ventile la détention d'actions en fonction du niveau d'éducation du chef de famille (assimilé à la personne chargée de gérer les finances du ménage). Trois catégories de ménages sont distinguées : les ménages dans lesquels le chef de famille a un niveau d'études inférieur au baccalauréat ; les ménages dans lesquels le chef de famille a obtenu le baccalauréat, mais n'a pas fait d'études supérieures ; les ménages dans lesquels le chef de famille a fait des études supérieures. Il apparaît nettement que la détention d'actions est positivement corrélée avec le niveau d'étude. En France, le niveau de détention passe du simple au double, selon que l'on se situe dans la catégorie « niveau inférieur au baccalauréat » ou dans la catégorie « diplômés de l'enseignement supérieur ».

¹ *Le profil des détenteurs d'actions en Europe* », *Revue d'économie financière*, n° 64, 2001, pp. 169-178.

**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

Source : L. Guiso et alii (2001).

Cette corrélation peut s'expliquer par le lien qui existe entre le niveau de diplôme et les perspectives de revenu et d'emploi du ménage. Cela dit, **on repère un effet propre du niveau d'éducation sur la détention d'actions, après neutralisation des effets du revenu et de l'emploi**. Le niveau d'éducation influence la capacité des ménages à maîtriser les informations relatives au fonctionnement du marché des actions, et à interpréter les signaux provenant des marchés boursiers.

Toutefois, les données disponibles indiquent également la présence de contingents significatifs d'actionnaires européens au niveau d'éducation modeste. La familiarisation avec les placements en actions s'est donc propagée largement au sein des sociétés européennes.

2. Détention d'actions et richesse financière

La place des ménages dans la distribution de la richesse financière détermine beaucoup leur détention d'actions. La détention d'actions est plus importante au niveau du groupe de ménages européens les plus riches. Si l'on considère les ménages faisant partie des premiers 5 % de la distribution des actifs financiers, plus des deux tiers 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 %). Quand on prend aussi en compte la détention indirecte, le taux de détention est encore plus élevé (80,3 % en France, 92 % aux Pays-Bas, 54 % en Allemagne).

Détenzione directe et indirecte d'actions par quartiles de la richesse financière*

	IVème Quartile	IIIème Quartile	IIème Quartile	I ^{er} Quartile	5 % Supérieurs	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
Etats-Unis	4,4	38,3	66,0	86,7	93,7	48,9

* Le premier quartile a les actifs financiers les plus élevés.

Source : L. Guiso et alii (2001).

Lecture : parmi les 25 % de ménages français ayant le patrimoine financier le plus faible, 3,5 % détiennent des actions.

Les taux de détention dans le quartile de tête des actifs financiers sont proches ou supérieurs à 50 % dans quasiment tous les pays pris en compte, l'exception la plus notable étant celle de l'Allemagne. Les taux de détention restent relativement élevés dans le deuxième quartile, et chutent dans les troisième et quatrième quartiles. **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 lors des fluctuations du marché des actions.**

Ce fait est, *a priori*, un **facteur de stabilité de la détention d'actions** : les ménages qui possèdent un patrimoine financier global élevé peuvent se permettre de conserver longtemps leurs actions, même si la rentabilité de celles-ci baisse pendant un moment.

3. Détenzione d'actions et classes d'âges

L'âge du chef de famille est une autre caractéristique démographique importante venant influencer la détention d'actions.

Dans tous les pays européens, **la courbe de la détention d'actions selon l'âge présente la forme d'une courbe en cloche : la détention d'actions est maximale vers 50-59 ans**, et est moins élevée chez les groupes plus jeunes et plus âgés. La détention d'actions est donc particulièrement

prisée par les actifs avancés dans leur carrière. Ces actifs disposent, généralement, d'emplois stables et, relativement, bien rémunérés, ce qui leur permet de disposer d'une épargne financière globale élevée.

Le critère d'âge n'est donc sans doute pas sans lien avec le critère de patrimoine évoqué précédemment. Mais le critère d'âge joue aussi par l'intermédiaire des stratégies de préparation de la retraite : les actifs en fin de carrière accumulent de l'épargne et diversifient leurs placements en achetant des actions, puis ils consomment cette épargne une fois atteint l'âge de la retraite.

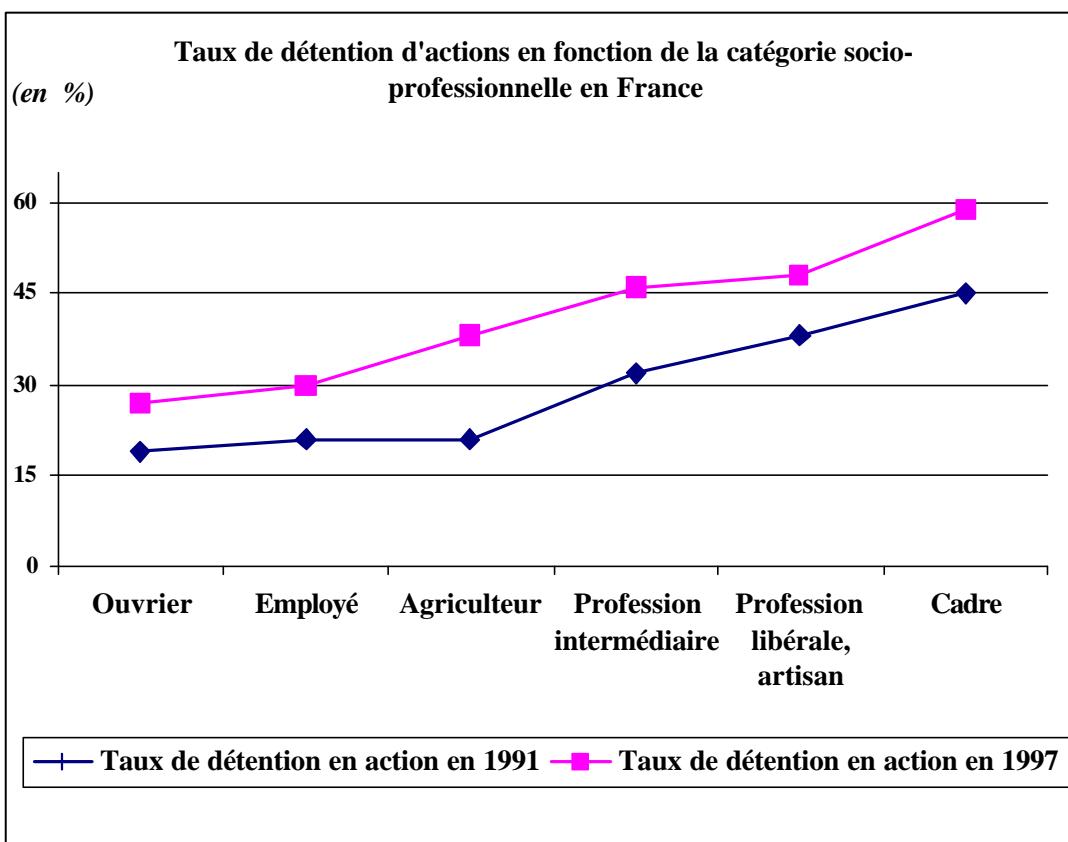
Détention directe et indirecte d'actions par âge du chef de famille

	< 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
Etats-Unis	34,3	51,8	58,3	61,4	47,1	32,4	48,9

Source : L. Guiso et alii (2001).

4. Détention d'actions et catégories professionnelles

L'enquête « Patrimoine » de l'INSEE permet d'analyser la répartition de la détention d'actions par catégories socioprofessionnelles (CSP).



Source : rapport Garnier, d'après l'enquête « Patrimoine » de l'INSEE.

Les ouvriers et les employés ont des taux de détention d'actions inférieurs à la moyenne. Les professions intermédiaires, mais surtout les professions libérales et les artisans, ainsi que les cadres, ont des taux de détention supérieurs à la moyenne.

Ces différences recouvrent un effet de revenu, mais reflètent aussi des différences en matière de préparation de la retraite. Les taux de remplacement offerts par le système de répartition pour les cadres et les professions indépendantes sont plus faibles que ceux garantis aux ouvriers et employés, ce qui peut encourager les premières catégories citées à épargner une part significative de leurs revenus sous forme de placements en actions, d'autant que les actions offrent d'intéressantes perspectives de rendement à long terme.

Cet objectif de se constituer un patrimoine en vue de la retraite peut expliquer aussi que le taux de détention chez les agriculteurs ait augmenté de 18 points entre 1991 et 1997, contre une dizaine de points pour l'ensemble des autres catégories.

Il est difficile de repérer un effet propre de l'évolution de la structure par CSP de la population active sur la détention d'actions. En effet, les catégories socioprofessionnelles dont les effectifs ont le plus augmenté durant

la décennie 1990 (les cadres et les employés notamment) ne sont pas nécessairement celles qui ont le plus fort taux de détention. Il serait donc inexact d'affirmer que la transformation de la structure de la population active conduit spontanément à une hausse du taux de détention d'actions.

*

* * *

Cette première partie conduit à un bilan en demi-teinte de la place des actions dans le patrimoine des ménages français : la détention d'actions se diffuse de plus en plus chez nos concitoyens, mais reste toutefois encore l'apanage d'une minorité. Or, il semble à votre rapporteur que l'économie française gagnerait à ce que la détention d'actions soit plus largement répandue. Il faut donc s'interroger sur les moyens que les pouvoirs publics peuvent mettre en œuvre pour encourager l'épargne en actions.

DEUXIÈME PARTIE :

POUR UN DÉVELOPPEMENT DE L'ÉPARGNE EN ACTIONS

Suite à ce panorama de la détention d'actions par les ménages français, il est maintenant possible d'examiner les enjeux économiques de la détention d'actions. Ces enjeux sont d'importance : vu le haut niveau d'épargne des ménages en France, il est essentiel que cette épargne soit orientée vers des placements profitables aux ménages et à l'économie nationale. Il semble, à votre rapporteur, que les placements en actions, à condition d'être bien régulés, sont les mieux à même de remplir ce double objectif.

Les sommes investies en actions participent directement au financement du système productif. Il est crucial, à cet égard, qu'une part importante de l'épargne nationale s'oriente vers la sphère productive et ne soit pas complètement absorbée par le financement du déficit de fonctionnement courant des administrations publiques. De plus, l'analyse comparée des rendements des différents types de placement existants montre la supériorité, sur le long terme, de l'épargne en actions. Il est donc aussi dans l'intérêt des ménages qu'une proportion significative de leur épargne soit investie en actions, à condition toutefois que leur prise de risque ne soit pas démesurée. Enfin, le développement de l'actionnariat salarié permet aux salariés de profiter plus largement des fruits de la croissance, et participe de la construction d'une société partenariale, dans laquelle l'opposition traditionnelle entre capital et travail est atténuée.

Une note récente, publiée par le département des études économiques d'une grande banque¹, présentait l'épargne française comme un possible « réservoir de croissance ». Une orientation de l'épargne des ménages plus favorable aux placements en actions contribuerait à mobiliser ce potentiel de croissance.

¹ *Crédit agricole, Indicateurs, Département des études économiques et bancaires, 18 avril 2003, p. 3.*

I. UN HAUT NIVEAU DE DÉTENTION D'ACTIONS PAR LES MÉNAGES EST UN ATOUT POUR L'ÉCONOMIE NATIONALE

Les placements en actions sont les plus performants à long terme, et sont donc bénéfiques pour les ménages. Ils permettent, en outre, d'orienter l'épargne vers l'investissement productif, favorisant ainsi une croissance durable de l'économie nationale.

A. *LES PLACEMENTS EN ACTIONS SONT CEUX QUI OFFRENT, À LONG TERME, LES RENDEMENTS LES PLUS ÉLEVÉS*

L'INSEE a montré, dans une étude récente¹, la supériorité du rendement des actions sur les placements alternatifs, or et obligations. Ce rendement plus élevé est, toutefois, associé à une prise de risque plus importante. Les marchés d'actions connaissent en effet régulièrement des fluctuations de grande ampleur, à la hausse ou à la baisse. Conserver ses actions pendant une longue durée permet cependant de limiter les risques, puisque les fluctuations sont lissées sur le long terme.

1. Rendements comparés des actions, de l'or et des obligations

L'INSEE a procédé à une comparaison des performances des placements en or, actions et obligations de 1913 à 2000. Pour cela, on fait l'hypothèse que les intérêts ou dividendes perçus sont réinvestis par l'épargnant dès le jour de leur distribution. On ne tient compte ni de la fiscalité, ni des frais de gestion perçus par les banques, qui introduisent des éléments de distorsion indépendants de la rentabilité propre des placements (en conséquence, les évolutions de pouvoir d'achat obtenues sont majorées par rapport à celle que connaît réellement l'investisseur).

La performance des placements en actions est calculée par référence à l'évolution de l'indice boursier des valeurs françaises (VFRV)², conçu et publié par l'INSEE, jusqu'en 1992, puis, à partir de cette date, par référence à l'indice boursier SBF250.

Il ressort de cette étude qu'un capital placé en actions en décembre 1913 a vu son pouvoir d'achat multiplié par 31 à la fin de l'année 2000. Le pouvoir d'achat de la même somme placée en or n'a été multiplié que par 1,1. Et il a été divisé par 2,5 dans le cas de placements en obligations.

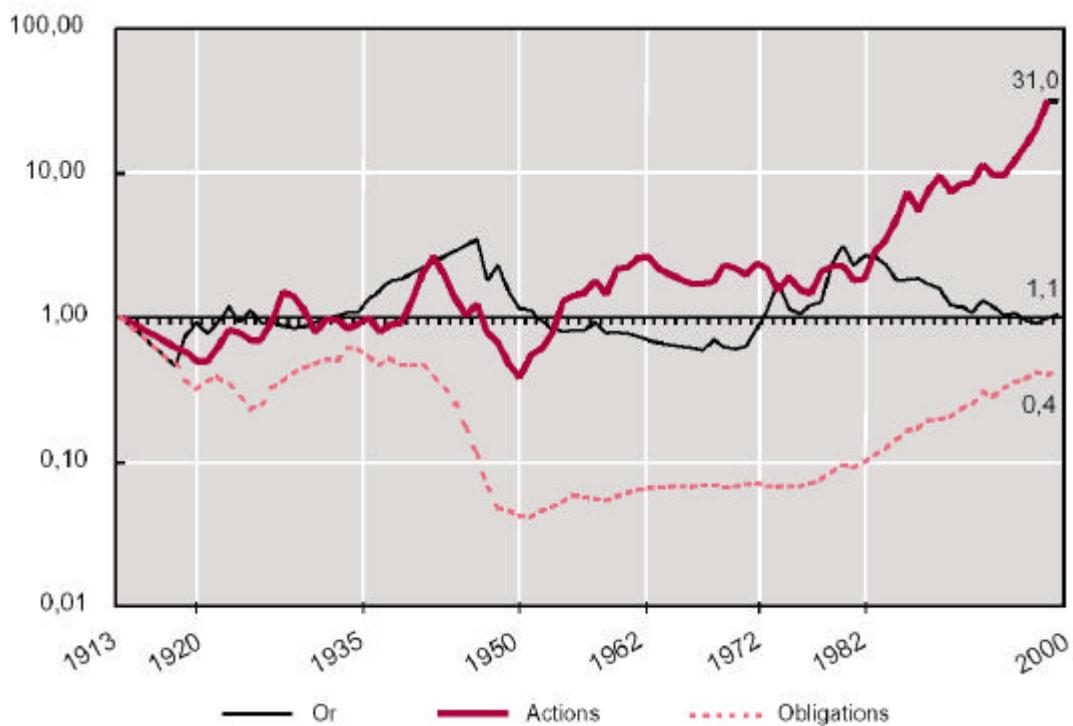
¹ INSEE, *Synthèses, Revenus et patrimoine des ménages, édition 2002-2003, n° 65*, p. 55-71.

² L'indice VFRV regroupait 300 entreprises cotées, contre 250 pour le nouvel indice.

Le rendement négatif des placements en obligations s'explique par la très forte inflation qu'a connue l'économie française pendant les deux guerres mondiales, et encore au début des années 50, inflation qui a ruiné les détenteurs d'obligations. Le plus souvent, les obligations offrent un revenu fixe non indexé sur l'inflation, et leur valeur est donc réduite par une forte hausse des prix.

Evolution du pouvoir d'achat d'un capital investi fin 1913 en or, en actions ou en obligations

Indice de décembre, base 1 en décembre 1913, échelle logarithmique



Note de lecture : Le pouvoir d'achat du capital investi en actions fin 1913 a été multiplié par 31 (résultat net d'inflation)

Source : calculs Insee d'après données Insee, Euronext et Agence Reuters

Le capital investi en actions a vu sa valeur beaucoup fluctuer au cours de la première moitié du siècle. En revanche, les vingt dernières années, et notamment la deuxième moitié des années 1990, ont été marquées par une forte hausse de la valeur de ce capital. Cette hausse a cependant laissé place, depuis trois ans, à une impressionnante chute des cours.

Avoir retenu la période 1913-2000 pour réaliser cette étude conduit donc l'INSEE à présenter une vision sans doute trop avantageuse de la rentabilité des placements en actions. Toutefois, même en tenant compte du pic de valorisation de l'année 2000, la conclusion générale de l'étude reste valable : les actions ont été, globalement, sur la période couverte, plus rémunératrices que l'or et les obligations.

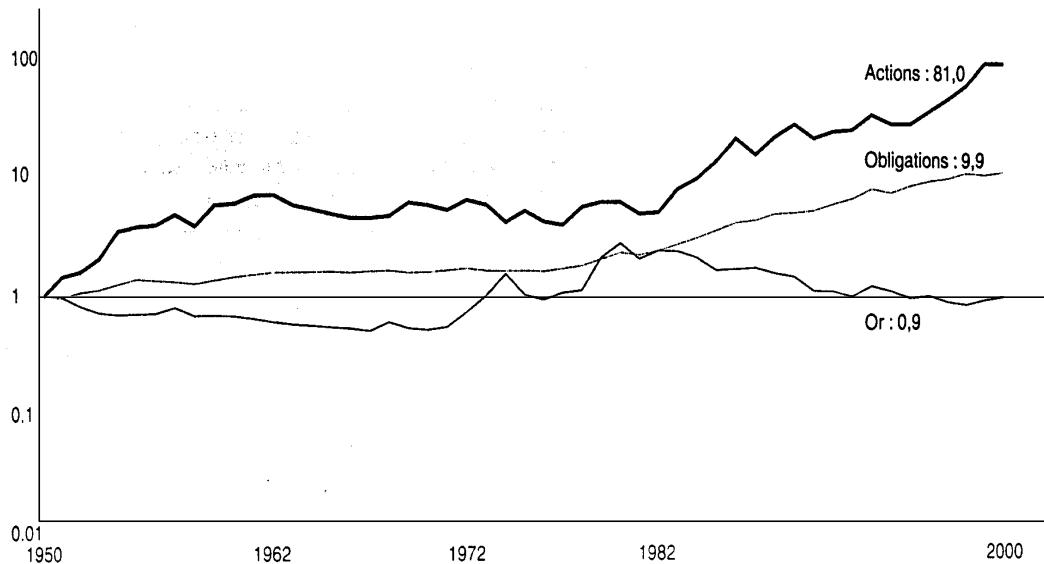
Sur l'ensemble du siècle, la performance moyenne des actions a été d'environ 4 % par an, ce qui assure un doublement du capital en 17 ans et 7 mois.

Ces conclusions, fondées sur des observations de très longue période, sont-elles également valables si l'on considère des périodes plus courtes ?

Si l'on considère la deuxième moitié du siècle, la supériorité du rendement des actions sur les autres placements reste manifeste. Fin 2000, le pouvoir d'achat d'un capital investi en or en 1950 avait diminué de 10 %. Le pouvoir d'achat de la même somme placée en obligations avait été multiplié par 9,9 – ce qui montre que la seconde moitié du siècle a été beaucoup plus profitable aux placements en obligations que la première. Mais le pouvoir d'achat d'un capital investi en actions avait, lui, été multiplié par 81. La performance des placements en actions est donc, sans conteste, supérieure à celle des autres placements.

**Evolution du pouvoir d'achat d'un capital investi fin 1950 en or,
en actions ou en obligations**

Indice de décembre, base 1 en décembre 1950, échelle logarithmique



Note de lecture : Le pouvoir d'achat du capital investi en actions fin 1950 a été multiplié par 81 (résultat net d'inflation)

Source : calculs Insee d'après données Insee, Euronext et Agence Reuters

On pourrait cependant objecter que peu d'épargnants conservent leurs placements pendant un demi-siècle. Des comparaisons effectuées sur un horizon aussi long peuvent donc sembler quelque peu théoriques.

Un horizon de placement de trente ans est sans doute plus réaliste, surtout si l'on prend en compte le fait que l'épargne en actions peut être accumulée dans la perspective de la retraite.

A échéance de trente ans, la probabilité de réaliser un gain suite à un placement en actions est forte (88 %), mais n'est toutefois pas de 100 %. Le risque de perte encouru par le détenteur d'or ou d'obligations est cependant nettement plus élevé.

Espérance de gains et probabilité de réaliser un gain, pour les trois actifs, et pour un placement d'une durée de trente ans.

Période 1913-2000

En %

Actions	Espérance de gains (moyenne des performances)	3
	Probabilité de réaliser un gain	87,9
Obligations	Espérance de gains (moyenne des performances)	- 1,9
	Probabilité de réaliser un gain	41,4
Or	Espérance de gains (moyenne des performances)	0,5
	Probabilité de réaliser un gain	56,9

Lecture : sur trente ans, les actions rapportent en moyenne 3 % net d'inflation par an. La probabilité de gain est de 87,9 %. Ces estimations sont obtenues de la manière suivante :

- pour estimer l'espérance de gains à trente ans, on calcule l'ensemble des performances à trente ans (placement effectué en 1913 et liquidé en 1933, placement effectué en 1914 et liquidé en 1934, etc.), puis on calcule la moyenne géométrique ;
- la probabilité de réaliser un gain pour un placement à trente ans est égale au rapport du nombre de performances à trente ans positives par le nombre total de performances à trente ans.

Source : calculs INSEE, d'après données INSEE, Euronext et Agence Reuters.

Si on limite l'analyse à la deuxième moitié du vingtième siècle, on observe que l'épargne investie sur trente ans voit sa valeur augmenter quel que soit le placement retenu.

Espérance de gains et variabilité des performances pour les trois actifs, pour un placement d'une durée de trente ans.

Période 1951-2000

En %

Actions	Espérance de gains (moyenne des performances)	5,5
	Probabilité de réaliser un gain	100
Obligations	Espérance de gains (moyenne des performances)	4,4
	Probabilité de réaliser un gain	100
Or	Espérance de gains (moyenne des performances)	2,2
	Probabilité de réaliser un gain	100

Lecture : idem.

Source : calculs INSEE, d'après données INSEE, Euronext et Agence Reuters.

Pour celui qui a investi sur un horizon de trente ans après 1950 (et avant 1970, la performance des investissements réalisés après 1970 n'étant pas encore connue), les actions se sont révélées le placement le plus performant en moyenne. Le rendement des obligations n'est cependant guère éloigné de celui des actions (1,1 point d'écart), du fait de l'émission de nombreuses obligations indexées pendant la période couverte.

Sur un horizon temporel inférieur à trente ans, le constat d'un rendement supérieur des actions reste valable, mais le risque de perte s'accroît. Les obligations apparaissent comme le placement offrant la plus grande sécurité à l'épargnant.

**Espérance de gains et probabilité de réaliser un gain, pour les trois actifs,
selon la durée de placement**
Période 1913-2000

En %

		1 an	5 ans	10 ans
Actions	Espérance de gains (moyenne des performances)	4,0	4,0	4,0
	Probabilité de réaliser un gain	55,2	66,3	67,9
Obligations	Espérance de gains (moyenne des performances)	- 1,0	- 0,8	- 0,6
	Probabilité de réaliser un gain	57,5	63,9	70,5
Or	Espérance de gains (moyenne des performances)	0,1	0,4	0,5
	Probabilité de réaliser un gain	49,4	45,8	51,3

Source : calculs INSEE, d'après données INSEE, Euronext et Agence Reuters.

**Espérance de gains et probabilité de réaliser un gain, pour les trois actifs,
selon la durée de placement**
Période 1951-2000

En %

		1 an	5 ans	10 ans
Actions	Espérance de gains (moyenne des performances)	8,6	7,3	6,2
	Probabilité de réaliser un gain	65,3	77,8	75,0
Obligations	Espérance de gains (moyenne des performances)	4,9	4,7	4,7
	Probabilité de réaliser un gain	77,6	88,9	100,0
Or	Espérance de gains (moyenne des performances)	0,1	0,2	0,6
	Probabilité de réaliser un gain	40,8	33,3	42,5

Source : calculs INSEE, d'après données INSEE, Euronext et Agence Reuters.

Dans l'ensemble, les performances observées sont assez conformes à ce que la théorie économique laisse prévoir : un investissement en actions apparaît plus rémunérateur en moyenne, mais aussi plus risqué, qu'un investissement en obligations ; mais plus l'horizon du placement est long, plus le risque attaché à la détention d'actions diminue.

Le raisonnement en termes réels mené jusqu'ici a permis de savoir si les performances des placements étudiés suivaient l'évolution de l'indice des prix. En période de croissance économique toutefois, l'augmentation du niveau de vie de la population conduit à ce qu'un capital dont la valeur augmente simplement au rythme de l'indice des prix voit son poids relatif diminuer pour les agents économiques.

Il est donc intéressant de comparer les performances des actions à la croissance du niveau de vie des ménages. Deux indicateurs de niveau de vie peuvent être retenus pour ce faire : le salaire annuel net moyen et le PIB par habitant. Quel que soit l'indicateur retenu, il apparaît que, déflaté du niveau de vie, le pouvoir d'achat d'un capital investi fin 1950 en actions a été multiplié par vingt environ, fin 2000. A titre de rappel, le coefficient multiplicateur est de 81 si l'on déflatte le pouvoir d'achat du capital par le seul indice des prix à la consommation.

Pour les obligations, le coefficient multiplicateur baisse de 10 à 2,5 environ, et de 0,9 à 0,2 pour l'or.

Globalement, sur la période 1951-2000, les performances des actions ont été supérieures à celles du PIB par habitant, avec 9 % en moyenne contre 3 %. De même, le pouvoir d'achat des actions a augmenté plus fortement que l'évolution des salaires (+ 9 % et + 3 % respectivement).

Toutefois, comme l'indique le tableau suivant, l'augmentation de la valeur des actions a été très heurtée, ce qui illustre une nouvelle fois le facteur risque associé à ce type de placement. L'évolution du pouvoir d'achat des salariés ou de la croissance économique a été plus régulière et continue (avec une tendance néanmoins préoccupante à la décélération depuis les années 1960).

**Evolutions moyennes par décennie du niveau de vie des ménages
et d'un capital investi en actions, en obligations ou en or**

	Actions	Obligations	Or	PIB par hab.	Salaires
Déc. 1950-Déc. 1959	21	3	- 4	3	5
Déc. 1959-Déc. 1969	1	2	-2	5	4
Déc 1969-Déc 1979	0	2	14	3	3
Déc 1979-Déc. 1989	16	9	- 4	2	1
Déc. 1989-Déc. 1999	13	7	- 5	1	1
Déc. 1950-Déc. 2000	9	5	0	3	3

Lecture : De 1960 à 1969, la performance annuelle des salaires a été en moyenne de 4 % par an, contre 1 % pour les actions.

Source : calculs Insee d'après données Euronext, données J.C. Toutain (1997) et Insee pour le PIB par habitant, données DADS (Insee) de 1950 à 2000 pour le salaire annuel net moyen.

Durant la seconde moitié du vingtième siècle, même si globalement la progression du pouvoir d'achat des actions a été plus forte que celle des revenus ou du PIB, on ne discerne pas de règle générale reliant l'évolution du pouvoir d'achat des actions à celle du niveau de vie. En effet, trois décennies ont été plus favorables aux actions qu'aux salaires et deux décennies ont été, au contraire, plus favorables aux salaires.

La supériorité du rendement des actions sur les autres placements n'est pas propre à la France. L'examen des données américaines permet d'aboutir au même constat. Aussi bien depuis 1925 que sur les cinquante dernières années, les actions ont rapporté, aux Etats-Unis, un peu plus de 7 % par an en termes réels, à comparer à environ 2 % pour les obligations.

Etats-Unis : taux de rendement annuel moyen (en %)

	1926-2001	1952-2001	1982-2001	1992-2001	2001
Actions	7,2	7,8	11	9,6	-12,6
Obligations	2,2	2,2	8,4	5,9	2,6
Monétaire	0,7	1,4	2,7	1,9	2,1

Source : Rapport Garnier, d'après les travaux du Center for Research into Security Prices – University of Chicago.

Les chiffres pour la seule année 2001 sont cependant là pour rappeler que les placements en actions peuvent être très risqués à court terme.

2. Les ménages auraient intérêt à investir une partie de leur épargne en actions

Les résultats présentés dans la section précédente montrent que les actions sont un actif rentable et, finalement, assez peu risqué sur très longue période.

Les actions présentent de surcroît un autre avantage : leur complémentarité par rapport aux revenus d'activités. Quand le partage de la valeur ajoutée se modifie au profit du capital, la modération salariale qui en résulte ralentit la progression du pouvoir d'achat des salariés. Mais, dans le même temps, la rémunération du capital, que matérialisent les dividendes perçus par les détenteurs d'actions, augmente. Placer une part de leur épargne en actions peut donc être un moyen pour les salariés de compenser, dans une certaine mesure, le faible dynamisme de leurs revenus d'activité.

Ces observations suggèrent que les ménages auraient intérêt à investir une partie, même faible, de leur épargne dans des produits actions. Le fait que les trois quarts d'entre eux ne le fassent pas conduit à une allocation de l'épargne sous-optimale en termes de rendement. Même les ménages ayant une forte aversion au risque devraient être amenés à acquérir un peu d'actions pour diversifier leur portefeuille de placements.

Comment expliquer que seule une minorité de ménages investisse en actions alors que le strict calcul économique devrait inciter l'ensemble des ménages français à faire ce choix ? Une explication peut venir de la faiblesse des revenus de certains ménages. Il est logique qu'un ménage qui n'a pas d'épargne n'ait pas d'actions. Les ménages qui n'ont que peu d'épargne, quant à eux, optent d'abord pour des placements liquides, investis dans une optique de court terme, et sans risque. Si 23 % des ménages détiennent des actions, ils sont environ 70 % à posséder des livrets d'épargne exonérés (livrets Jeune, livrets A ou Bleu, Codevi, ou livrets d'épargne populaire). Cette épargne liquide est une épargne de précaution, qui permet de faire face aux fluctuations du revenu courant.

La prise en compte des coûts inhérents à la détention d'actions offre un autre élément d'explication. Détenir des actions représente en effet un coût : des frais de garde demeurent, même s'ils ont diminué avec le développement des OPCVM ; existent aussi des coûts d'opportunité, qui représentent le temps que les ménages consacrent à l'acquisition d'informations sur les actions, préalable aux opérations d'achat ou de vente.

Or, pour les ménages qui ont une forte aversion au risque, le niveau optimal de détention d'actions peut se situer à un très bas niveau. De ce fait, il est possible que les coûts liés à la détention des actions soient plus élevés que le bénéfice que le ménage peut espérer retirer du placement d'une faible part de son épargne en actions. Il est dès lors rationnel que le ménage s'abstienne d'investir en actions.

Une contrainte de revenu combinée à des imperfections de marché expliquerait donc que la détention d'actions ne soit pas plus largement diffusée au sein de la population.

Des investigations plus approfondies permettraient peut-être de mettre en évidence un rôle des intermédiaires financiers, et notamment des banques, dans la faible diffusion des actions parmi les ménages. Il n'est pas sûr que les banques orientent de façon privilégiée leurs clients vers les placements en actions, du fait du coût de gestion de ces placements. Elles peuvent préférer des formes d'épargne plus liquides, dont la contrepartie sera des prêts consentis à d'autres agents économiques. Toutefois, la mobilisation des réseaux bancaires lors des grandes opérations de privatisation a été une des composantes de leur succès auprès des ménages.

Présentant des avantages pour les épargnants, la détention d'actions est également bénéfique pour le développement du système productif.

B. LES PLACEMENTS EN ACTIONS ORIENTENT L'ÉPARGNE DES MÉNAGES VERS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Le choix de tel ou tel placement financier par les ménages n'est pas sans incidence sur le régime de croissance de l'économie. Le rythme de croissance de l'économie, à long terme, dépend du niveau de l'investissement productif, c'est-à-dire du niveau de l'investissement des entreprises. Or, l'un des principaux obstacles à l'expansion de l'investissement réside dans la difficulté des entreprises à trouver les financements nécessaires. Cette situation n'est pas satisfaisante dans un pays, comme la France, où l'épargne des ménages est à un niveau particulièrement élevé.

Il existe trois grandes voies de financement de l'investissement des entreprises :

- La première est l'autofinancement : l'entreprise utilise ses profits pour financer ses projets d'investissement. Ce mode de financement est souvent limitatif pour les entreprises.

- Le deuxième mode de financement est l'endettement. L'endettement peut se faire par l'intermédiaire du crédit bancaire, ou par émission d'obligations. L'entreprise doit veiller à ce que sa charge

d'endettement ne soit pas trop lourde, à défaut, sa solvabilité risque d'être menacée.

- Le troisième mode de financement repose sur l'augmentation du capital de l'entreprise. Cela se traduit, pour les sociétés par actions, par l'émission d'actions supplémentaires. Les actions nouvelles des sociétés cotées sont mises en vente sur le marché boursier. Les investisseurs deviennent propriétaires d'une partie de l'entreprise, en contrepartie d'un droit de vote et d'une perspective de dividendes. L'augmentation de capital permet à l'entreprise de trouver des financements sans augmenter sa charge d'endettement. Elle présente l'inconvénient, pour les actionnaires en place, de diluer l'actionnariat.

Depuis une vingtaine d'années, la modernisation des marchés financiers a favorisé l'essor des émissions d'actions dans les principaux pays européens. La part du crédit bancaire comme moyen de financement a partout reculé. En 1980, les crédits bancaires représentaient 45 % du passif total des entreprises non financières dans notre pays. Cette proportion est tombée à 16 % en 2000. L'évolution a été similaire chez nos voisins européens. Même en Allemagne, l'économie européenne la plus dominée par le secteur bancaire, la part des crédits comme source de financement a reculé. Il est vrai toutefois que le ratio des actions aux financements totaux est gonflé, en fin de période, par le haut niveau des valorisations boursières. Il n'en reste pas moins que la tendance est à un recours accru des entreprises aux marchés financiers.

**Europe : Structure du passif des entreprises non financières 1980-2000
(en % du total)**

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Instruments du marché monétaire	1980	0,3	0,4	0,0	0,3
	1990	0,6	0,1	1,3	0,1
	1998	0,9	0,1	1,1	0,3
	2000	0,9	0,4	1,4	0,1
Crédits	1980	26,5	68,5	44,6	43,8
	1990	35,7	67,4	25,8	44,0
	1998	22,3	41,5	20,9	41,0
	2000	22,5	42,8	16,1	36,4
Obligations	1980	2,3	2,8	5,2	3,5
	1990	5,4	3,0	4,1	3,5
	1998	5,6	1,8	4,1	1,8
	2000	6,5	1,3	3,4	0,7
Actions	1980	48,4	28,3	50,2	52,4
	1990	58,4	29,6	68,8	52,4
	1998	71,1	56,6	73,9	56,9
	2000	70,2	55,4	79,0	62,7

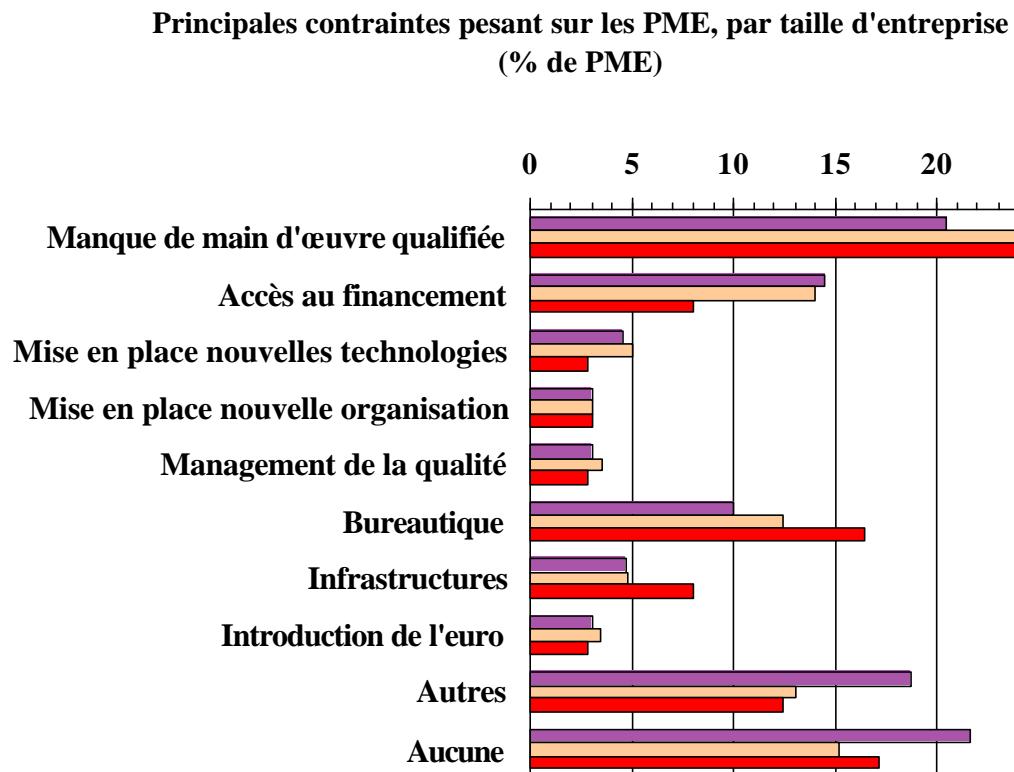
Source : BIPE (2003)

C'est en France que la part des actions dans le passif de sociétés a atteint le niveau le plus élevé. Cela s'explique, pour partie, par le niveau de valorisation de la Bourse de Paris, à la fin des années 1990, mais aussi par un important mouvement d'émissions d'actions depuis une dizaine d'années. En Grande-Bretagne, les entreprises ont eu tendance, au contraire, à procéder à des rachats d'actions pour soutenir leur cours.

Les entreprises n'en restent pas moins confrontées à d'importants problèmes de financement

En dépit du haut niveau d'épargne des ménages français, le difficile accès des entreprises au capital demeure une contrainte forte pesant sur leurs investissements. Cet apparent paradoxe peut s'expliquer par **l'ampleur des besoins de financement des administrations publiques européennes**, qui drainent une grande partie de l'épargne des ménages.

La contrainte de l'accès au financement est particulièrement prononcée pour les petites et moyennes entreprises. Interrogés sur les principaux obstacles s'opposant au développement de leur entreprise, les patrons de PME citent fréquemment les problèmes de financement. La contrainte semble être d'autant plus forte que l'entreprise est petite.



Source : BIPE (2002)

Il importe donc, dans l'intérêt du développement de nos entreprises, de maîtriser les déficits publics, pour éviter une concurrence trop forte entre émetteurs privés et publics, et de veiller à ce que les placements en actions soient attractifs. Sans cela, l'économie française s'exposerait à un risque réel d'éviction de l'investissement privé par la dépense publique. Cela pénaliserait d'autant plus la croissance que les déficits publics servent aujourd'hui, pour l'essentiel, à financer des dépenses de fonctionnement ou de transfert, et non des dépenses d'investissement public.

Le moindre développement de l'épargne en actions en France par rapport aux pays anglo-saxons a favorisé l'entrée en force des investisseurs étrangers dans le capital des sociétés françaises. Environ 40 % du capital social des grandes entreprises composant l'indice CAC 40 est aujourd'hui détenu par des investisseurs étrangers. Cette proportion est en progression régulière : elle n'était que de 12 % en 1986, 23 % en 1993 et 36 % en 1998. Cette progression s'explique, notamment, par la diversification des portefeuilles de titres détenus par les investisseurs institutionnels américains. Les actions étrangères représentent, ces dernières années, un cinquième du total de leurs actions. Les opérations de privatisation des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix ont multiplié les occasions données aux investisseurs institutionnels anglo-saxons d'internationaliser leur portefeuille de titres.

Il y a, bien sûr, un aspect positif à cette évolution : elle indique que les investisseurs étrangers jugent les grandes entreprises françaises suffisamment attractives pour venir y placer leurs capitaux. Mais elle révèle aussi que nos grandes entreprises peinent à trouver sur le marché national les capitaux dont elles ont besoin pour assurer leur croissance ; il n'y a pourtant pas, on l'a vu, pénurie globale d'épargne en France. C'est donc que l'épargne des ménages est insuffisamment orientée vers ces placements facteurs de développement économique que sont les actions. Pierre-Noël Giraud calculait, début 2001, qu'il suffirait que 18 % de l'épargne placée sur des comptes de dépôt et en obligations se déplacent vers les actions françaises du CAC 40 pour que la part des institutionnels anglo-saxons au capital de ces entreprises passe de 40 à 20 %¹. Une part importante des revenus distribués sous forme de dividendes par les grandes entreprises françaises bénéficie aux épargnants anglo-saxons, alors qu'elle pourrait bénéficier davantage aux épargnants français.

C. LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS D'ACTIONS PEUT CEPENDANT ETRE FACTEUR D'INSTABILITÉ

L'étude commandée au BIPE souligne les conséquences négatives que peut avoir la montée en puissance des investisseurs institutionnels sur la gestion des entreprises. Au niveau macroéconomique, on peut se demander si le développement des marchés d'actions n'est pas un facteur d'accentuation de la cyclicité des économies.

1. Conséquences de la montée en puissance des investisseurs institutionnels sur la gestion des entreprises

Les investisseurs institutionnels sont intéressés par la liquidité de leurs actifs (c'est-à-dire la possibilité de les revendre sans perte) et par le revenu qu'ils peuvent en tirer. Les informations qu'ils recueillent, le contrôle qu'ils effectuent sur les dirigeants de la société, sont orientés vers une finalité unique : décider s'ils doivent conserver leurs titres ou les vendre.

Les décisions des investisseurs institutionnels sont parfois brutales, au risque d'être déstabilisatrices pour les entreprises. Chacun a gardé en mémoire la mésaventure survenue à l'entreprise Alcatel en septembre 1998. Suite à l'annonce de résultats inférieurs aux prévisions, les fonds de pension anglo-

¹ Cf. P.-N. Giraud, «Les fonds de pension. Vers un nouveau capitalisme ? » *Etudes*, février 2001, n° 3942.

saxons ont vendu massivement les actions qu'ils détenaient, provoquant une chute du cours de l'action de 38 % en une séance.

Une société dont le cours de l'action s'effondre ainsi risque d'avoir des difficultés, par la suite, pour lever de nouveaux capitaux. Elle devient une proie facile pour des concurrents tentés de lancer une offre publique d'achat (OPA) hostile. Et la valeur des stock-options que possèdent les dirigeants diminue par la même occasion. Tous ces facteurs incitent les dirigeants d'entreprise à prêter la plus grande attention aux exigences des investisseurs institutionnels, et à adopter des normes de gestion qui leur conviennent.

Au cœur de ces nouvelles normes de gestion, se trouve l'exigence, désormais bien connue, d'un rendement sur capital (*return on equity*) de 15 %. Atteindre cet objectif de rendement financier élevé appelle, de la part des entreprises, un important effort de réforme de leur fonctionnement interne, afin de maximiser leur rentabilité. Ces nouveaux modes de fonctionnement peuvent prendre diverses formes : recentrage sur les métiers de base de l'entreprise, « re-engineering » des chaînes de valeur, afin de concentrer l'activité de l'entreprise sur les segments les plus rentables, réduction des capitaux engagés par des stratégies de rachat d'actions¹.

Au niveau macroéconomique, ces mutations conduisent à la généralisation d'un modèle d'économie financiarisée, qui fut longtemps caractéristique des pays anglo-saxons. Il est probable qu'elles conduisent à une cyclicité accrue des économies.

2. Vers une économie plus cyclique ?

Deux arguments incitent à penser que l'accroissement des placements en actions peut être facteur d'une plus grande instabilité :

- les exigences de rendement des investisseurs institutionnels incitent les entreprises à lisser leurs profits au cours du cycle économique. L'ajustement se fait donc ailleurs que sur les profits. Variations de la masse salariale et de l'investissement sont utilisées pour absorber le choc d'un ralentissement économique. L'ajustement brutal de ces grandeurs conduit à des cycles plus accentués.

- L'accroissement de la part des actions dans le patrimoine des ménages conduit à l'apparition de phénomènes « d'effets de richesse » : la consommation des ménages devient sensible aux variations des cours boursiers. L'explication de ce phénomène est la suivante : les ménages

¹ Ces différents points sont détaillés dans le rapport du Commissariat général du Plan « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », rapport du groupe présidé par Dominique Plihon, pp. 33-35.

souhaitent disposer en permanence d'un certain montant d'épargne : si la valeur de leur patrimoine augmente fortement, suite à la hausse des cours de Bourse, ils auront tendance à diminuer leur taux d'épargne, ce qui viendra soutenir la consommation.

Par ce canal, la sphère financière transmet ses fluctuations à l'économie réelle. Le poids considérable des placements en actions aux Etats-Unis explique que les fluctuations des cours boursiers aient, dans ce pays, un impact macroéconomique significatif. Les études économétriques montrent qu'une hausse des cours boursiers stimule la consommation des ménages (on parle d'effet richesse positif). Une évaluation, réalisée par l'OFCE en 2000¹, suggère qu'une hausse de 1 dollar de la richesse financière des ménages américains conduit à un accroissement de la consommation de 5,5 cents. Selon cette étude, la forte baisse du taux d'épargne aux Etats-Unis, à la fin des années 1990, proviendrait essentiellement de la hausse des cours boursiers.

Un effet richesse significatif peut également être discerné au Royaume-Uni ; selon la même étude, un accroissement de 1 livre de la richesse financière des ménages britanniques s'accompagnerait d'une augmentation de 5 pence de leur consommation.

Naturellement, une baisse des cours boursiers exerce, en sens inverse, un effet dépressif sur la consommation des ménages américains ou britanniques.

Les études économétriques peinent, en revanche, à discerner un effet richesse significatif des cours boursiers dans notre pays.

L'effet richesse est un vecteur de transmission des fluctuations des marchés financiers à l'économie réelle. Par son intermédiaire, les variations, souvent de grande ampleur, des cours de Bourse ont un impact sur la consommation, et donc sur la croissance.

L'appréciation des cours de Bourse peut refléter une amélioration de la productivité des firmes. Dans ce cas, l'appréciation des cours peut être considérée comme pérenne, et il n'est pas irrationnel que les ménages en tiennent compte dans leurs choix de consommation et d'épargne. Mais l'appréciation des cours peut aussi résulter de phénomènes spéculatifs, sans lien avec les progrès de productivité des firmes, et qui peuvent laisser place à une chute brutale des cours. De ce fait, des choix de consommation et d'épargne influencés par des variations des cours de nature spéculative peuvent se révéler économiquement sous-optimaux. Typiquement, ils peuvent amener les ménages à accepter un niveau d'endettement très élevé, qui peut se

¹ « *Plus-values, consommation et épargne. Une estimation de l'effet richesse aux Etats-Unis et au Royaume-Uni* », C. Houizot, H. Baudchon, C. Mathieu et F. Serranito, *Revue de l'OFCE*, n° 73, avril 2000.

révéler difficilement soutenable si une chute des cours réduit brutalement la valeur de leur patrimoine¹.

Contribue à la stabilisation de l'économie l'utilisation des outils de politique économique, politiques monétaire et budgétaire, dans un sens contracyclique. Il existe également des « stabilisateurs automatiques » dans les grandes économies contemporaines, liés au développement de l'Etat-Providence. Ces outils ne sont pas dénués d'efficacité : la chute des cours de Bourse qui s'est produite depuis l'an 2000, a été de plus grande ampleur que celle intervenue en 1929. Si elle a eu un effet négatif sur la croissance, elle n'a pas pour autant entraîné de dépression globale.

La stabilisation de l'économie peut aussi être favorisée par l'émergence de grands investisseurs institutionnels nationaux, dotés d'une régulation adéquate – on reviendra sur ce point ultérieurement.

II. LES POLITIQUES PUBLIQUES SUSCEPTIBLES DE SOUTENIR L'ACTIONNARIAT DES MÉNAGES

Du point de vue de la stricte rationalité économique, les ménages auraient intérêt, comme on l'a vu, à placer une partie de leur épargne en actions. L'absence, ou la faiblesse, de la culture actionnariale des Français semble toutefois s'y opposer. Face à cet état de fait, une politique d'encouragement est requise de la part des pouvoirs publics. L'Etat peut encourager la détention d'actions en mobilisant l'outil fiscal. Il peut accroître l'offre d'actions par les privatisations, et favoriser l'actionnariat populaire par des opérations de communication ambitieuses. Il peut développer l'actionnariat salarié, en utilisant les différents dispositifs d'épargne en entreprise prévus dans notre législation. Il lui est loisible, enfin, de tenter de rapprocher les ménages de l'univers du capital-risque.

A. POUR UNE FISCALITÉ QUI ENCOURAGE LA PRISE DE RISQUE

L'imposition de l'épargne a été, globalement, allégée dans notre pays, à la fin des années 1980, dans la perspective de l'instauration de la libre circulation des capitaux en Europe. Il s'agissait de se prémunir contre une éventuelle fuite de capitaux, motivée par des écarts de fiscalité. Dans les années 1990, un mouvement en sens inverse s'est produit, avec la création, et

¹ *La dette des ménages américains représente 80 % du PIB aux Etats-Unis début 2003 ; le ratio correspondant dans la zone euro est de seulement 46 %, et de 36 % pour la France.*

plusieurs augmentations, de la Contribution Sociale Généralisée (CSG), et de la Contribution au Remboursement de la Dette Sociale (CRDS).

La politique d'allégement de l'imposition du capital à la fin des années 1980 a, trop souvent, pris la forme d'une addition de mesures disparates, qui ont rendu cette partie de notre système fiscal très complexe et difficilement lisible. Le régime de droit commun, en matière d'imposition des revenus tirés des actions, repose sur deux piliers – imposition des dividendes, et imposition des plus-values – mais est complété par de nombreux régimes dérogatoires, ce qui rend bien difficile l'appréciation du niveau de taxation réellement supporté par les agents.

1. Les revenus perçus au titre des placements en actions semblent plus fortement taxés que d'autres sources de revenu moins risquées

Il est certainement utile de rappeler, à ce stade, les grandes lignes du régime d'imposition des revenus tirés des actions, avant de se livrer à une comparaison des taux d'imposition pesant sur les différents placements pouvant composer l'épargne financière des ménages. Il ressort de cette comparaison que les dividendes et les plus-values réalisées sur des placements à long terme sont plus fortement taxés que les revenus tirés d'autres placements moins risqués.

a) L'imposition des dividendes

L'originalité de l'imposition des dividendes réside dans l'existence d'un mécanisme d'avoir fiscal. Les dividendes constituent un revenu mobilier, intégré au revenu imposable au titre de l'impôt sur le revenu. Pour éviter que les mêmes revenus ne soient taxés deux fois, une première fois au titre de l'impôt sur les sociétés, une seconde fois au titre de l'impôt sur le revenu, le versement du dividende s'accompagne de la remise d'un avoir fiscal à l'actionnaire.

L'avoir fiscal est une créance fiscale représentative du montant de l'impôt sur les sociétés supporté par les dividendes perçus. Il est égal à la moitié des dividendes nets perçus par les actionnaires. Il vient minorer l'impôt sur le revenu dû par le contribuable. Si le montant de l'avoir fiscal excède l'impôt dû par le redevable, le Trésor lui rembourse la différence.

Les petits épargnants bénéficient par ailleurs d'un abattement de 1 220 euros (2 440 euros pour les couples). Cet abattement a toutefois été récemment supprimé pour les foyers fiscaux imposés au taux marginal supérieur.

b) L'imposition des plus-values

Les plus-values de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux réalisées par des particuliers relèvent d'un régime spécial de taxation à taux unique.

L'article 150-0A du Code Général des Impôts taxe au taux de 16 % (porté en fait à 26 % compte tenu de la CSG et de la CRDS) le profit réalisé en cas de cession de droits sociaux ou de valeurs mobilières, ainsi qu'en cas de cession de droits portant sur ces valeurs ou droits ou de titres représentatifs de ces valeurs ou droits (c'est-à-dire titres de SICAV ou de fonds commun de placement). Ne sont taxables que les plus-values résultant de cessions à titres onéreux, à l'exclusion donc des successions et donations.

Les plus-values ne sont imposables que si le montant annuel des cessions excède 7 650 euros.

Les moins-values éventuellement réalisées sur certaines ventes sont imputables sur les plus-values réalisées, la même année, sur des cessions de titres de même nature. Si ce n'est pas suffisant, elles pourront s'imputer encore sur les plus-values de même nature réalisées au cours des cinq années suivantes.

c) Comparaison de la fiscalité des produits d'épargne

Au-delà de ce bref rappel des principales règles fiscales en vigueur, il importe de s'interroger sur la hiérarchie des taux de prélèvement assis sur les différents produits d'épargne. Une étude réalisée par l'Observatoire de l'Epargne Européenne fournit, à cet égard, des indications utiles, tant pour la France que pour les autres pays développés¹. Les données chiffrées présentées dans cette étude résultent de traitements statistiques complexes, et doivent donc être interprétées avec précaution, dans les limites de la méthodologie appliquée dans cette étude.

Comme les produits d'épargne proposés dans les différents pays sont très variés, l'étude se fonde sur une typologie des produits d'épargne standardisée, comprenant sept classes d'actifs : revenus tirés de l'épargne liquide (comptes courants rémunérés et à terme) ; revenus des obligations ; dividendes, plus-values à court terme ; plus-values à long terme ; produits d'assurance-vie ; épargne retraite facultative.

La charge fiscale peut varier, dans chaque pays, en fonction des caractéristiques de l'individu ou du ménage, et de la structure de son épargne financière. On est donc amené à s'intéresser au taux marginal de prélèvement

¹ « *Taxation of Savings Products : an International Comparison* », Th. Laurent et Y. L'Horty pour l'Observatoire de l'Epargne Européenne, juin 2001.

pour un ménage de revenu moyen dans chaque pays. On neutralise les différences de rendement entre les produits d'épargne, en faisant l'hypothèse d'un taux de rendement uniforme de 5 % pour tous les produits d'épargne. De manière également conventionnelle, on suppose que le taux d'inflation est de 2 % dans tous les pays étudiés.

L'étude ne porte que sur la fiscalité des résidents. Les taxes locales sont incluses, ainsi que les contributions sociales, qui sont particulièrement importantes dans notre pays. En revanche, les produits particuliers qui font l'objet de dérogations aux règles générales de chaque pays, tels que en France les PEA, ou les contrats majoritairement investis en actions, ne sont pas pris en compte.

Lorsque les revenus d'un produit d'épargne s'étalent sur plusieurs années, ou que la fiscalité est différée dans le temps, le taux de prélèvement a été actualisé, et ramené sur une base annuelle.

Le tableau suivant synthétise les principaux résultats de l'étude. Les pays européens sont classés par ordre décroissant de charge fiscale, et il en est de même pour les produits d'épargne.

Taux marginaux effectifs de prélèvements (en %)*

Pays/produit	Dividends	Plus-values à court terme	Liquidités	Obligations	Plus-values à long terme	Assurance-vie	Fonds de pension et autres compléments de retraite
Suède	114	102	97	102	102	18	- 113
Danemark	42	98	71	71	42	12	13
Allemagne	89	68	61	68	9	- 36	11
Pays-Bas	69	48	48	50	0	- 21	3
Belgique	54	68	38	38	13	- 30	- 21
Espagne	49	38	40	38	29	2	- 53
Royaume-Uni	48	32	33	33	32	4	- 44
Luxembourg	49	65	65	33	2	6	- 88
France	61	43	42	42	43	2	- 136
Italie	28	21	45	21	21	6	- 74
Portugal	36	16	33	33	0	- 145	- 147
Pays européens	58	54	52	48	26	- 17	- 59
Etats-Unis	76	21	29	17	21	5	5

* Pour un ménage de revenu moyen de chaque pays

Source : Th. Laurent et Y. L'Horty, *Observatoire de l'Epargne européenne (2001)*

On peut tirer quelques enseignements de ces résultats chiffrés.

En premier lieu, on observe que **les dividendes font l'objet, dans la plupart des pays, dont la France, de la taxation la plus lourde**. Il existe, en revanche, de larges divergences dans la taxation des plus-values de long terme.

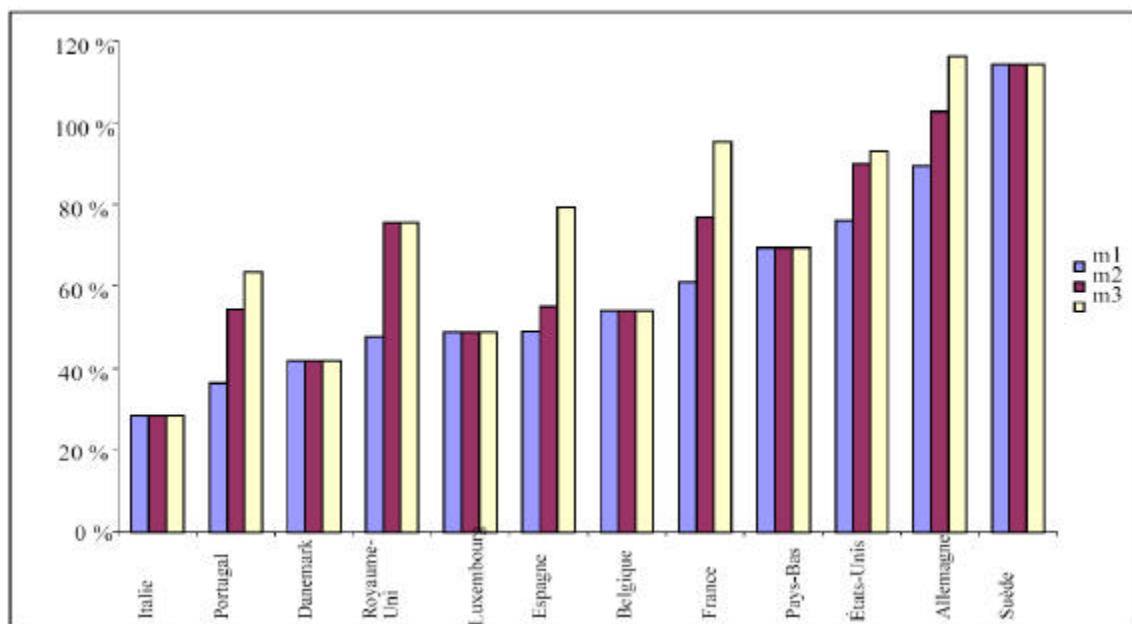
Beaucoup de pays taxent moins fortement les plus-values de long terme que les plus-values de court terme, ce qui peut être une manière d'encourager l'épargne longue. Mais **on n'observe rien de tel en France** : le niveau d'imposition est le même quel que soit l'horizon de placement.

De manière générale, les produits les plus liquides sont souvent les plus taxés. A l'inverse, beaucoup de placements longs font l'objet d'une prime fiscale, qui accroît le rendement réel du placement, et se traduit par un taux marginal de prélèvement négatif (retraites complémentaires facultatives et assurance-vie dans la plupart des pays européens).

La comparaison des taux d'imposition européens et américains montre que **la fiscalité sur les plus-values est plus favorable aux Etats-Unis** que dans la plupart des pays européens, **mais que la taxation des dividendes y est plus lourde**. Les pays du Nord de l'Europe, dont l'Allemagne, tendent à taxer plus lourdement les revenus de l'épargne que les pays d'Europe du Sud. On observe en Suède un taux de prélèvement sur les dividendes supérieur à 100% (114%). Ce résultat s'explique par la combinaison d'une lourde taxation nationale, et d'une taxation locale élevée. Les deux taux s'appliquent sur la même base, et excèdent, additionnés, les 100%. Le même phénomène explique que la taxation des plus-values à court-terme soit également supérieure à 100% dans ce pays.

L'intégration des dividendes dans le revenu imposable au titre de l'impôt sur le revenu emporte, **en France, une progressivité dans l'imposition des dividendes**, ce qui n'est pas le cas dans tous les pays (l'imposition ne varie pas avec le revenu, par exemple, en Belgique, en Italie et en Suède, voir graphique *infra*).

Exemple de la taxation des dividendes

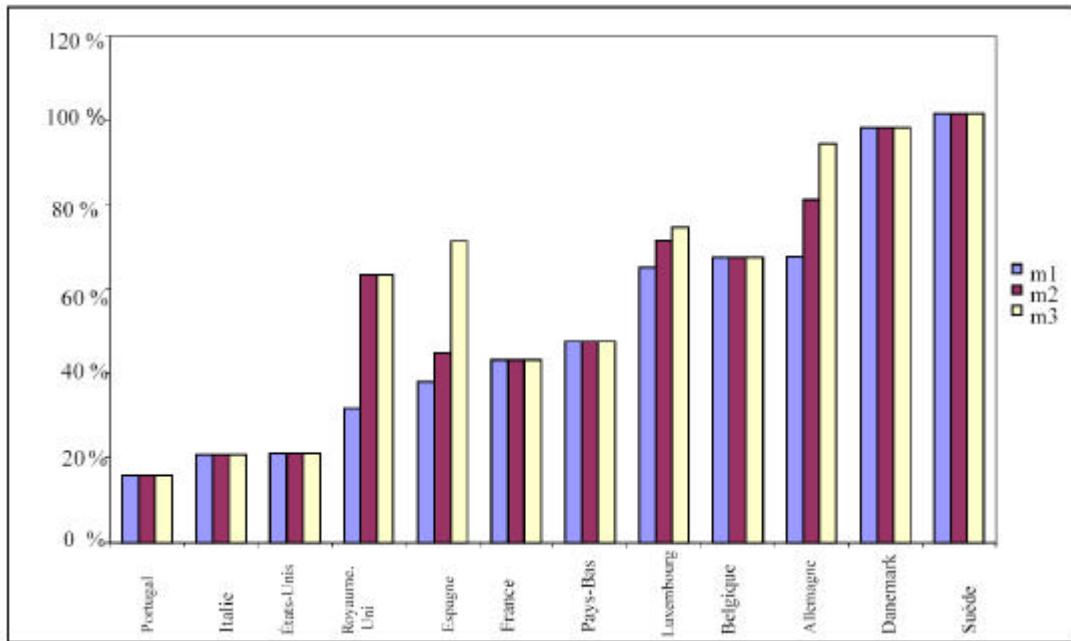


Lecture : m1 : ménage dont le revenu est égal au revenu moyen.
 m2 : ménage dont le revenu est le double du revenu moyen
 m3 : ménage dont le revenu est égal à quatre fois le revenu moyen.

Source : rapport Garnier, Annexe 6.

La taxation des plus-values est indépendante du revenu du ménage dans notre pays. Ce n'est pas le cas dans tous les pays européens, comme le montre l'exemple de l'Allemagne ou de l'Espagne.

Taxation des plus-values à court terme



Lecture : idem

Source : rapport Garnier, Annexe 6.

2. Ce tableau général doit être nuancé par la prise en compte de nombreux régimes dérogatoires

La création de l'avoir fiscal est une première mesure de nature à encourager l'épargne en actions, puisqu'elle allège l'impôt dû au titre des dividendes. Outre cette mesure de portée générale, de nombreux dispositifs dérogatoires ont été institués, poursuivant deux objectifs principaux : favoriser l'actionnariat populaire, et orienter l'épargne vers les fonds propres des entreprises. La sédimentation de ces mesures rend notre système fiscal fort complexe, même si certains instruments assez simples (PEA) sont très utilisés.

Certains régimes ont été créés exclusivement pour orienter l'épargne des ménages vers les actions : c'est le cas du plan d'épargne en actions, créé en 1992. D'autres régimes dérogatoires peuvent avoir pour effet d'orienter l'épargne vers les placements en actions.

a) Le plan d'épargne en actions

Créé par la loi n° 92-666 du 16 juillet 1992 pour inciter les ménages à investir durablement dans les actions françaises par le biais d'un dispositif fiscal attractif, le plan d'épargne en actions permet de gérer un portefeuille d'actions françaises et européennes, dans la limite de 732 000 euros, en

franchise totale d'impôt, dès lors qu'aucun retrait n'est effectué avant cinq ans. Entre cinq et huit ans, tout retrait entraîne la clôture du plan mais l'exonération des plus-values et des dividendes, comme les avoirs fiscaux, sont définitivement acquis. Seuls sont alors applicables les prélèvements sociaux (CSG et CRDS, soit un taux de 10 %) sur les gains réalisés. Au-delà de huit ans, les retraits partiels n'entraînent pas la clôture du plan, mais aucun versement n'est plus possible après le premier retrait.

Les sommes versées dans les plans d'épargne en actions doivent être investies en « valeurs éligibles au PEA »¹, c'est-à-dire, soit :

- en actions ;
- en parts de sociétés à responsabilité limitée ;
- en droits ou bons de souscription ou d'attribution attachés à ces actions et parts de société ;
- en actions de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), qui emploient plus de 75 % de leurs actifs en titres et droits mentionnés ci-dessus ;
- en parts de fonds communs de placement qui emploient plus de 75 % de leurs actifs en titres et droits mentionnés ci-dessus.

Le PEA constitue aujourd'hui un produit d'épargne très répandu. On compte quelque 7,3 millions de PEA fin 2002 ; 16 % des Français âgés de 15 ans et plus en sont titulaires. Le montant global de leurs avoirs représente une somme de 73 milliards d'euros (chiffre de juin 2002). Les parts d'OPCVM représentent près des deux tiers des titres détenus *via* les PEA, les actions détenues en direct seulement 34 %.

b) L'assurance-vie

Les contrats d'assurance-vie ont longtemps bénéficié d'un régime fiscal très favorable, mais ses avantages ont été progressivement réduits dans la deuxième moitié des années 1999.

Jusqu'en 1995, le contrat d'assurance-vie cumulait une exonération totale des revenus perçus, sous réserve d'une détention pendant huit ans, une exonération des droits de succession en cas de décès de l'assuré, et une réduction d'impôt égale à 25 % des primes versées, dans la limite de 4 000 F (615 euros). Les lois de finances de 1996 à 1998 ont supprimé la réduction d'impôt de 25 %, et assujetti les revenus perçus à la CSG et à la CRDS, et à un prélèvement forfaitaire de 7,5 % au-delà de 4 600 euros de revenus.

¹ *Les émetteurs de titres doivent avoir leur siège en France, ou dans un autre Etat membre de la Communauté européenne.*

Surtout, le législateur, constatant que les produits d'assurance-vie étaient massivement investis en obligations, a souhaité les orienter plus fermement vers les actions. D'où la création, en 1998, des contrats majoritairement investis en actions, dits communément « contrats DSK », du nom du ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie à l'origine de cette mesure. Ces contrats sont obligatoirement composés d'une ou plusieurs unités de compte, c'est-à-dire de parts d'un OPCVM dont l'actif est constitué pour 50 % au moins d'actions ou titres assimilés, dont 5 % de titres à risque. Lorsque leur durée est d'au moins huit ans, les produits de ces contrats sont totalement exonérés d'impôt sur le revenu. Ils n'échappent cependant pas aux prélèvements sociaux, CSG et CRDS. L'encours de ces contrats reste très modeste par rapport à l'encours total de l'assurance-vie (10,5 milliards d'euros fin 2002, contre 730 milliards d'euros).

c) Autres régimes dérogatoires

Certains régimes très spécifiques, à vocation géographique ou sectorielle, peuvent avoir pour effet d'inciter à l'acquisition d'actions ou de parts sociales dans certains types de sociétés : c'est le cas du régime d'incitation à l'investissement dans les DOM-TOM, des mesures encourageant l'achat de parts de navire, ou du dispositif de financement du cinéma.

D'autres régimes s'inscrivent dans le cadre de politiques plus générales d'encouragement de l'épargne salariale et de l'actionnariat salarié, ou de soutien au capital-risque. Pour cette raison, ces régimes fiscaux seront présentés dans le cadre de l'exposé d'ensemble de ces politiques.

*

* * *

L'examen des règles fiscales touchant, directement ou indirectement, aux actions conduit votre rapporteur à formuler quelques observations et recommandations.

On peut déplorer, tout d'abord, le manque d'évaluation des effets de ces dispositifs fiscaux. Les données nécessaires à l'évaluation sont souvent parcellaires. Ainsi, l'étude de l'OEE, dont les principaux résultats ont été présentés dans cette section, propose une intéressante comparaison des taux de taxation appliqués à différents produits d'épargne, en France et à l'étranger, mais elle ne tient pas compte des nombreux régimes dérogatoires existant dans notre pays, ce qui fausse les résultats obtenus. L'imposition réellement supportée par les ménages au titre des dividendes est certainement moins forte

que ce qui est suggéré dans cette étude, ne serait-ce qu'en raison du degré de diffusion du PEA. Au-delà, ces recherches statistiques devraient être complétées par une véritable évaluation de notre système fiscal.

L'évaluation des politiques publiques s'intéresse, en France, trop souvent à des sujets, dignes d'attention, mais secondaires. Il convient, en revanche, de souligner qu'aucune évaluation systématique de notre politique fiscale n'a jamais été entreprise. Il convient d'y remédier au plus vite et votre rapporteur considère que l'évaluation des impacts réels de la fiscalité des actions sur la dynamique de l'économie pourrait constituer un premier volet de cet indispensable effort.

Pour s'en tenir à l'analyse du régime fiscal de droit commun, il apparaît que **la hiérarchie des taux d'imposition est peu satisfaisante**, dans la mesure où **elle encourage plutôt l'épargne liquide et les obligations**, et non une épargne longue placée en actions. Il faut reconsidérer non seulement la taxation des revenus perçus au titre des placements en actions, mais aussi, et cela excède le cadre de ce rapport, la taxation de tous les autres produits d'épargne, afin de procéder à une mise en cohérence d'ensemble. Il importe de rendre plus lisible la fiscalité de l'épargne, et d'adresser aux ménages un signal clair, à savoir un encouragement de l'Etat à l'investissement dans les entreprises. Les placements risqués doivent bénéficier d'un traitement de faveur par rapport aux placements sans risque¹. Une incitation fiscale est certainement de nature à décider certains ménages, réticents en raison de la réputation de « placement à risque » des actions, à investir, malgré tout, une partie de leur épargne en actions.

Outre les incitations fiscales, l'Etat peut influencer la détention d'actions par les ménages en jouant sur l'offre d'actions, par le biais des nationalisations et des privatisations. Dès 1986, les privatisations ont été conçues comme un outil permettant d'étendre l'actionnariat populaire, et de diffuser l'actionnariat salarié.

B. LE LEVIER DES PRIVATISATIONS

L'année 1982 a été une année atypique dans l'histoire de l'actionnariat dans notre pays. Les ménages ont été, tous les ans, depuis 1977, acheteurs nets d'actions, sauf en 1982, année où la grande vague de nationalisations, décidée par le gouvernement socialiste a, pour ainsi dire, « asséché » l'offre d'actions. Les achats d'actions ont repris l'année suivante, mais dans un marché plus étroit. Fin 1984, le secteur des entreprises publiques

¹ *L'étude du BIPE relative aux comportements financiers des ménages résidant en France dresse, dans sa deuxième partie, la liste des « placements ne comportant pas de risque du point de vue de l'épargnant » et la liste des « placements comportant une part de risque du point de vue de l'épargnant ».*

employait 1,9 million de personnes, soit plus de 10 % de l'emploi salarié, et réalisait près de 20 % de la valeur ajoutée.

Le choix, effectué en 1986 et confirmé en 1993, de procéder à des privatisations, répondait avant tout à des préoccupations d'efficacité économique. Il n'est pas nécessaire de revenir ici sur l'ensemble des aspects du débat relatif aux privatisations. Il faut, en revanche, rappeler comment la politique de privatisation a été utilisée aux fins de promouvoir l'actionnariat salarié et l'actionnariat populaire.

1. Favoriser l'actionnariat des ménages : un objectif fort du législateur

Les deux grandes lois de privatisation du 6 août 1986 et du 19 juillet 1993 prévoyaient l'une et l'autre que le gouvernement puisse accorder des avantages aux personnes physiques et aux salariés des entreprises publiques à l'occasion des opérations de privatisation :

- les personnes physiques ont bénéficié d'un droit de priorité lors de la vente des titres sur le marché. Dans la limite d'un nombre de titres par individu fixé pour chaque opération, leurs demandes ont été intégralement servies (sous réserve que l'offre totale de titres soit suffisante). En outre, elles ont bénéficié d'un droit à action gratuite, à raison d'une action, au maximum, pour dix actions achetées et conservées dix-huit mois après la privatisation ;

- les salariés des entreprises à privatiser ont disposé d'avantages variés, qui pouvaient se cumuler :

- une quotité minimale de titres, représentant 10 % de l'offre totale sur les marchés, leur a été réservée, ce qui constituait un atout indéniable en cas de forte sur-souscription à l'offre publique de vente.

- leur droit à action gratuite était plus avantageux que celui reconnu aux autres personnes physiques (ils pouvaient obtenir jusqu'à une action gratuite pour une action achetée, et conservée un an).

- des prix de cession préférentiels ont été prévus (la remise pouvant aller jusqu'à 20 %, avec clause d'inaccessibilité temporaire).

- des facilités de paiement échelonné leur ont également été consenties.

Ces dispositions sont toujours en vigueur, et le Gouvernement pourra donc s'appuyer sur elles lorsqu'il jugera opportun de procéder à de nouvelles privatisations. A titre indicatif, quatre entreprises qui figurent sur la liste annexée à la loi de privatisation du 19 juillet 1993 n'ont pas, à ce jour, été

transférées au secteur privé : il s'agit d'Air France, de la Caisse centrale de réassurance, de CNP Assurances, et de la Société nationale d'étude et de construction de moteurs d'avion (SNECMA). A plus long terme, le Gouvernement a annoncé son intention d'ouvrir le capital de grandes entreprises nationales, telles EDF-GDF. Cela suppose de nouvelles interventions du législateur, qui pourra, le cas échéant, s'inspirer du dispositif retenu en 1986 et 1993.

2. Le réel succès des opérations de privatisations auprès du grand public

L'octroi des avantages susmentionnés a permis, à partir de 1986 comme à partir de 1993, d'assurer un grand succès populaire aux opérations de privatisation, et d'attirer vers la Bourse un plus vaste public. Depuis 1986, la plupart des grandes opérations de transfert d'entreprises du secteur public vers le secteur privé ont attiré plus de un million de souscripteurs.

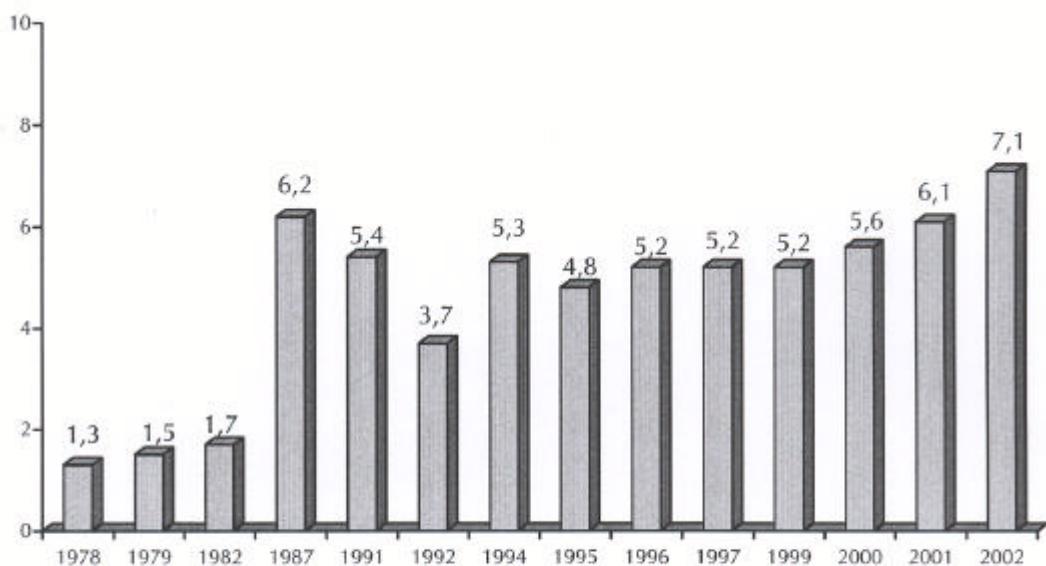
Certaines opérations ont attiré un bien plus grand nombre de petits épargnants. A titre d'illustration, l'offre publique de vente de la BNP, en 1993, a attiré 2,8 millions de particuliers, la privatisation de Rhône-Poulenc, 2,9 millions de souscripteurs. L'offre publique de vente pour la société Elf Aquitaine a attiré 3 millions d'épargnants. La privatisation de l'UAP, qui s'est pourtant produite dans un contexte boursier bien plus difficile, en 1994, a encore attiré 1,9 million de souscripteurs.

Le succès de ces opérations a été facilité par une campagne soutenue de communication, et par la mobilisation des réseaux bancaires, qui ont encouragé leurs clients à souscrire des titres.

Les privatisations ont également rencontré un réel succès auprès des salariés des entreprises concernées. Globalement, entre 50 et 80 % des salariés des sociétés privatisées ont saisi l'occasion d'acquérir des titres de leur entreprise. Pour reprendre l'exemple des sociétés qui viennent d'être citées, 90 % des salariés français de la BNP, 80 % des salariés français d'Elf-Aquitaine, 83 % des salariés français de Rhône-Poulenc, et 78 % de ceux de l'UAP ont acheté des actions de leur société. Dans ces quatre cas, les salariés détenaient, au terme de l'opération, près de 5 % du capital de leur entreprise.

Au plan macroéconomique, les privatisations ont permis d'augmenter, de manière significative, le taux de détention directe, par les ménages, d'actions des grandes sociétés cotées.

**Nombre d'actionnaires individuels des sociétés cotées en Bourse
(en millions de Français âgés de 15 ans et plus)**



Sources :

1978, 1979, 1982 : estimation COB

1987 : enquête CREP

1991 : enquête SOFRES pour la Banque de France et la COB

1992 à 1997 : enquêtes SOFRES pour la Banque de France, la COB et EURONEXT Paris.

1999 et 2002 : enquêtes TAYLOR NELSON SOFRES pour la Banque de France et EURONEXT Paris.

Note : ces données résultent, pour la plupart, de sondages. Elles traduisent donc plus un ordre de grandeur qu'un dénombrement précis. Les enquêtes ne sont pas réalisées selon une périodicité régulière, ce qui explique les lacunes dans la série chronologique.

On observe un changement d'échelle très net entre 1987 et le début des années 1990. Ce changement s'explique essentiellement par les effets de la première vague de privatisation, même s'il a été favorisé par la bonne tenue des marchés boursiers au milieu de la décennie quatre-vingt, qui a incité les ménages à épargner en actions.

A nouveau, l'année 1994 témoigne d'un net décrochage par rapport à l'année 1992, signe tangible de l'impact des privatisations sur le taux de détention d'actions (5,3 contre 3,7 millions d'actionnaires individuels).

3. Des résultats plus mitigés à moyen terme

Pour apprécier pleinement les effets des privatisations à moyen terme, deux questions doivent être posées : les acquéreurs d'actions des sociétés

privatisées sont-ils devenus des actionnaires stables ? Sont-ils devenus des investisseurs réguliers en Bourse ?

Les données disponibles indiquent une certaine érosion du nombre de détenteurs d'actions de sociétés privatisées.

Depuis 2000, le nombre d'actionnaires individuels (hors actionnariat salarié) propriétaires d'actions de sociétés privatisées tend à diminuer. Ils étaient 4,7 millions en mai 2000, et seulement 4,3 millions en mai 2002¹. La chute des cours de Bourse depuis le pic de l'an 2000, et les mauvaises performances boursières qui s'en sont suivis pour les sociétés privatisées, sont le principal facteur explicatif de cette baisse.

Par ailleurs, 1,6 million d'actionnaires des sociétés privatisées (soit 34 % du total) ne détiennent que des actions de sociétés privatisées. Cela suggère que, pour cette forte minorité d'actionnaires des sociétés privatisées, le choix de placer son épargne en actions des sociétés cotées n'est pas devenu une pratique courante. Ces actionnaires ne sont pas devenus des intervenants réguliers sur le marché boursier.

De plus, une étude de la Direction du Trésor a mis en évidence, il y a quelques années, une tendance à la dilution de l'actionnariat salarié dans les sociétés privatisées : dans 11 des 12 sociétés privatisées entre 1986 et 1988, la part du capital détenue par les salariés a diminué, passant de 6,6 % en moyenne lors de la privatisation à 1,9 % au 31 décembre 1995, dans 3 des 4 sociétés privatisées en 1993 et 1994, cette part est passée de 4,3 % en moyenne lors de la privatisation à 3,1 % à la fin de 1995.

Cette diminution a deux explications : un grand nombre de salariés ayant acheté des titres dans des conditions préférentielles les ont revendus pour réaliser une plus-value ; d'autre part, les salariés actionnaires n'ont pas tous pris part aux augmentations de capital survenues dans leur entreprise, postérieurement à la privatisation, soit qu'ils n'aient pas eu les moyens d'investir, soit qu'ils aient été dissuadés de le faire par l'évolution défavorable des cours boursiers (krach de 1987, baisse des cours en 1989 et 1994). Les salariés bénéficiaient pourtant d'un droit préférentiel de souscription, à l'occasion des augmentations de capital, mais celui-ci n'était pas assorti des mêmes incitations financières que les opérations de privatisation.

Ce retour sur les conséquences des privatisations revêt, aujourd'hui, un caractère essentiellement historique, dans la mesure où le champ des entreprises contrôlées par l'Etat s'est considérablement réduit. Il n'en reste pas moins vrai, ainsi que nous l'indiquions précédemment, que plusieurs grandes opérations de privatisation, ou d'ouverture de capital, sont encore à prévoir.

¹ Source : rapport Taylor Nelson Sofres, réalisé pour la Banque de France et Euronext, septembre 2002. Les chiffres fournis sont une estimation. Pour 2002, la fourchette varie entre 4 et 4,6 millions.

Votre rapporteur ne peut qu'encourager le Gouvernement à saisir ces nouvelles occasions pour développer encore l'actionnariat populaire et salarié.

Toutefois, ces grandes opérations ne pourront intervenir à court terme : l'environnement boursier actuel, déprimé, ne s'y prête guère. Un récent sondage publié par l'Observatoire des privatisations¹ indiquait que seuls 12 % des Français et 28 % des actionnaires individuels seraient tentés de prendre part à de nouvelles opérations de privatisation. A moyen terme, en revanche, le processus de transfert vers le secteur privé des entreprises concurrentielles devra être achevé.

Ce point sur les privatisations a permis d'aborder le thème de l'actionnariat salarié, sous l'angle des conditions préférentielles accordées aux salariés des entreprises privatisées. L'actionnariat salarié n'est cependant pas cantonné au champ des seules sociétés privatisées. Sa promotion dans l'ensemble des entreprises françaises est une préoccupation ancienne des pouvoirs publics. Elle s'inscrit dans l'ambition gaullienne de construire un nouveau partenariat entre travailleurs et détenteurs du capital. Elle constitue l'une des originalités françaises en matière de détention d'actions par les ménages.

C. LE RÔLE CLÉ DE L'ÉPARGNE SALARIALE

Les deux mécanismes légaux à l'origine de l'épargne salariale – la participation et l'intéressement (voir encadré) – ont été mis en place dans les années soixante. L'épargne salariale a, depuis lors, connu un réel essor, et représente désormais des sommes non négligeables.

En 2000, les entreprises des secteurs marchands non agricoles ont distribué 7,6 milliards d'euros, au titre de la participation ou de l'intéressement, définis dans l'encadré ci-dessous, à près de 5,6 millions de salariés (soit 37,6 % du total). Dès 1967, le gouvernement s'est préoccupé d'orienter cette épargne salariale vers la détention d'actions ; en effet, l'ordonnance du 17 août 1967, créant les plans d'épargne entreprise (PEE), prévoyait expressément que l'épargne placée sur les PEE pouvait être affectée à l'acquisition d'actions de l'entreprise. Dans la période récente, le législateur s'est efforcé d'orienter davantage l'épargne salariale vers les actions, que celles-ci soient émises ou non par l'entreprise employeur.

¹ L'Observatoire des privatisations a été créé par le groupe de communication Lowe et ses agences Lowe et Strateus. Ce sondage a été réalisé du 17 au 22 janvier 2003 auprès de deux échantillons représentatifs, l'un de particuliers (1 006 personnes âgées de plus de 18 ans), l'autre d'actionnaires individuels (405 personnes).

Participation et intéressement

L'intéressement et la participation sont deux systèmes collectifs légaux de partage des fruits de la croissance des entreprises.

La participation traduit le droit reconnu aux salariés par la législation de bénéficiar d'une partie des résultats de l'entreprise. Elle est obligatoire pour les entreprises de 50 salariés ou plus dégageant un résultat suffisant. Les entreprises mutualistes, les associations à but non lucratif et certaines grandes entreprises nationales n'y sont pas astreintes. Les entreprises de moins de 50 salariés peuvent volontairement mettre en œuvre un accord de participation, dans les mêmes conditions que les autres. La participation est assortie d'avantages sociaux et fiscaux pour les salariés et les entreprises. Plusieurs entreprises peuvent signer en commun un accord de participation. Les droits à participation sont bloqués pendant cinq ans, sauf cas de déblocage prévus par la loi : mariage, acquisition de la résidence principale, départ de l'entreprise, invalidité, décès, etc.

La mise en place de l'intéressement est facultative, à la différence de la participation. Ce dispositif permet à toute entreprise qui le souhaite d'associer ses salariés, par un accord de trois ans, à ses résultats ou à ses performances (par exemple, l'accroissement de la productivité, des objectifs de qualité, etc.). Il a un caractère collectif et les versements sont aléatoires. Les sommes sont immédiatement disponibles ou peuvent être librement placées sur un plan d'épargne d'entreprise (PEE), lorsque celui-ci est prévu par l'accord. Les entreprises et les salariés bénéficient d'avantages fiscaux et sociaux. L'intéressement peut être réparti uniformément, ou proportionnellement à la durée de présence du salarié durant l'exercice, ou encore proportionnellement aux salaires perçus durant l'exercice, ou retenir conjointement plusieurs de ces critères. Il est globalement limité à 20 % des salaires versés. Le montant par salarié est limité à la moitié du plafond annuel de la sécurité sociale.

1. Les plans d'épargne permettent d'orienter l'épargne salariale vers les actions

Trois types de plan d'épargne coexistent aujourd'hui, qui permettent aux salariés de participer, avec l'aide de leur entreprise, à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières ; il s'agit :

- du plan d'épargne d'entreprise (PEE),
- du plan d'épargne interentreprises (PEI),
- du plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV).

a) Le plan d'épargne d'entreprise

Le PEE est le dispositif le plus ancien et le plus répandu. Institué par une ordonnance du 17 août 1967, le PEE a été réformé par une ordonnance du 21 octobre 1986, relative à l'intéressement et à la participation des salariés aux résultats de l'entreprise et à l'actionnariat salarié. Cette seconde ordonnance a fait des PEE le support de véritables plans d'actionnariat.

Un plan d'épargne d'entreprise peut être créé dans toute entreprise, par décision unilatérale de l'employeur, ou en vertu d'un accord conclu avec les représentants du personnel.

Tous les salariés, sous réserve d'une éventuelle condition d'ancienneté dans l'entreprise, peuvent participer au plan. Le PEE est alimenté par des versements volontaires, pouvant être complétés par des versements de l'entreprise. L'abondement est plafonné à 2 300 € par an et par salarié, sans pouvoir excéder le triple des versements du salarié. Il peut également recevoir l'intéressement et la participation des salariés aux résultats de l'entreprise. Les versements annuels des participants sont plafonnés au quart de leur rémunération annuelle.

Les sommes versées servent à l'acquisition de valeurs mobilières. Le portefeuille collectif doit être constitué :

- soit de titres de SICAV ;
- soit de parts de fonds commun de placement d'entreprise (voir encadré) ;

- soit des valeurs mobilières émises par l'entreprise (ou par des entreprises du groupe) ;

- soit d'actions émises par les sociétés créées par les salariés pour racheter leur entreprise (dans le cadre de la procédure de rachat d'entreprise par ses salariés).

Les actions ou parts acquises sont indisponibles pendant un délai minimum de cinq ans, à compter de la date d'acquisition de ces titres. Elles deviennent toutefois immédiatement disponibles lors de la survenance de certains événements (les mêmes que pour la participation).

Les fonds communs de placement d'entreprises

Les FCPE constituent la forme principale de gestion des sommes placées sur les PEE, PEI ou PPESV.

Les FCPE sont une catégorie particulière de fonds communs de placement, qui sont réservés aux salariés des entreprises. Ils sont des copropriétés de valeurs mobilières, sans personnalité morale. Les salariés acquièrent des parts de FCPE nominatives. Les parts expriment les droits des copropriétaires, et correspondent à une fraction des actifs compris dans le fonds. Les fonds sont gérés par des sociétés de gestion spécialisées, et le portefeuille est conservé par un dépositaire. Les FCPE sont donc créés, à l'initiative de l'entreprise, conjointement par une société de gestion et un établissement dépositaire.

La loi du 23 novembre 1988 distingue deux types de FCPE :

- les FCPE « actionnariat », dont le portefeuille est exclusivement constitué de titres émis par la société ;
- les FCPE « diversifiés », dont le portefeuille est ouvert à d'autres titres que ceux émis par la société. Ces fonds sont de loin les plus nombreux.

La constitution d'un FCPE est soumise à l'agrément de la Commission des opérations de Bourse (COB).

b) Le plan d'épargne interentreprises

Le PEI est une innovation de la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale. Plan d'épargne commun à plusieurs entreprises, le PEI doit

permettre, en mutualisant le coût de mise en place et de fonctionnement du plan d'épargne, l'accès des salariés des petites et moyennes entreprises à cette forme d'épargne salariale. Il est apparu, en effet, que les salariés des PME avaient moins souvent accès au plan d'épargne d'entreprise que les salariés des grandes entreprises. Fin 1999, 3 % des entreprises disposaient d'un PEE ; mais ce pourcentage dépassait 50 % pour les entreprises de plus de 500 salariés.

Le PEI est mis en place par accord collectif de travail, conclu selon les règles de la négociation collective, dans un champ géographique ou professionnel déterminé, ou par des entreprises nommément désignées dans une liste.

Il peut être alimenté par des sommes provenant de l'intéressement, de la participation, par des versements volontaires des salariés, et, éventuellement, par des versements complémentaires des employeurs.

Les PEI ne peuvent détenir de parts de fonds commun de placements d'entreprises dont plus du tiers de l'actif est composé de titres émis par les entreprises participant au plan, ou qui comporte plus de 10 % de titres non admis aux négociations sur un marché réglementé.

Sur les autres questions, le PEI est régi par les dispositions applicables au plan d'épargne d'entreprise, ou, lorsqu'il sert de support à un tel plan à celles applicables au PPESV (voir *infra*).

c) Le plan partenarial d'épargne salariale volontaire

Egalement créé par la loi du 19 février 2001, le plan partenarial d'épargne salariale volontaire entend encourager une épargne salariale diversifiée et de long terme.

Il est mis en place par accord collectif de travail au niveau de l'entreprise ou du groupe d'entreprise, ou dans un cadre plus large, sous la forme d'un plan d'épargne interentreprises (PPESVI). Il ne peut être proposé que si est également offerte aux salariés la possibilité d'opter pour un plan de durée plus courte (PEE ou PEI).

Les sommes et valeurs inscrites au compte des participants doivent en effet y être détenues jusqu'à expiration d'un délai minimum de dix ans (contre cinq ans dans le PEE), à compter du premier versement. Des hypothèses de déblocage anticipé sont cependant prévues.

Le PPESV peut recevoir des salariés les sommes issues de l'intéressement et de la participation, ainsi que des versements volontaires, auxquels peut s'ajouter un abondement de l'entreprise. Cet abondement est plafonné à 4 600 euros par participant et par an (les abondements éventuels à

un PEE ou PEI ne sont pas pris en compte dans ce plafond), sans pouvoir excéder, là encore, le triple des versements personnels du salariés.

Les sommes et valeurs devenues disponibles sont délivrées aux participants en une seule fois (sortie en capital). A la demande de ceux-ci, cette délivrance peut toutefois être effectuée de manière fractionnée. Le législateur a, il y a deux ans, exclu délibérément la possibilité d'un versement sous forme de rente, pour éviter que le PPESV soit assimilé à un produit de retraite par capitalisation.

Créé il y a deux ans, le PPESV pourrait disparaître dès cette année, puisque le Gouvernement propose de le transformer en Plan partenarial d'épargne salariale volontaire pour la retraite (PPESV).

2. Avantages fiscaux attachés aux plans d'épargne

a) PEE et PEI

Le régime fiscal et social du PEE et du PEI est avantageux. Contrepartie de leur indisponibilité, les sommes versées par l'entreprise en application d'un plan d'épargne d'entreprise (abondements) bénéficient d'exonérations sociales et fiscales :

- exonérations sociales : l'abondement est exonéré des cotisations de sécurité sociale, et des prélèvements dont l'assiette est définie par référence à celles-ci (cotisations d'assurance-chômage, cotisations de retraite complémentaire, notamment). La CSG et la CRDS sont en revanche dues.
- exonérations fiscales : l'abondement est déductible des bénéfices imposables de l'entreprise, et exonéré des taxes ou participations assises sur les salaires (taxe d'apprentissage, participation-formation continue, participation-construction, et taxe sur les salaires), étant entendu que l'abondement ne peut excéder un maximum autorisé (2 300 euros par an et par salarié).

Les salariés participant au plan bénéficient également d'exonérations. En premier lieu, l'abondement versé par leur employeur n'est pas soumis à l'impôt sur le revenu. En second lieu, les revenus du portefeuille collectif sont exonérés d'impôt sur le revenu s'ils sont réemployés dans le plan d'épargne (où ils sont alors soumis à la même indisponibilité que les titres auxquels ils se rattachent). Les revenus du PEE sont toutefois assujettis à la CSG et à la CRDS, ainsi qu'à un prélèvement social de 2 %.

Accordées en contrepartie et sous réserve du respect de l'indisponibilité, les exonérations ne sont pas pour autant remises en cause lors

de la délivrance des droits au terme de la période d'indisponibilité, ou lors de la survenance d'un cas de déblocage anticipé prévu par la loi.

b) Particularités du PPESV

Le régime social et fiscal du PPESV est celui du plan d'épargne d'entreprise, sous réserve de quelques particularités.

Si l'abondement dépasse, par salarié et par an, la somme de 2 300 € l'excédent est assujetti à une contribution sociale spéciale de 8,2 %, à la charge des employeurs, versée au Fonds de solidarité vieillesse.

Surtout, l'abondement ouvre droit pour l'entreprise à la constitution en franchise d'impôt d'une provision pour investissement égale à 25 % de son montant, taux porté à 50 % pour l'abondement investi en titres donnant accès au capital de l'entreprise. Cette majoration constitue une forte incitation à acquérir des actions de l'entreprise, et donc à développer l'actionnariat salarié. De surcroît, cette disposition est de nature à stimuler l'investissement des entreprises, puisque la provision doit, dans les deux ans suivant la fin de l'exercice à la clôture duquel elle a été constituée, être utilisée à l'acquisition ou à la création d'immobilisations.

Le tableau suivant illustre les conséquences de ces exonérations fiscales et sociales. **Elles assurent à l'épargne salariale un rendement nettement plus élevé que celui de l'épargne ordinaire.** Elles créent une forte incitation, pour le salarié, à placer les sommes perçues au titre de l'intéressement dans un PEE ou un PEI.

Avantages sociaux et fiscaux de l'épargne salariale (en euros)

		Epargne salariale	
Phase d'alimentation	Salaire	Intéressement	Intéressement ou participation investi dans un PEE ou un PEI
Budget de l'employeur	2 300	2 300	2 300
Cotisations patronales (60 % du brut)	- 863	0	0
Salaire brut	1 438	2 300	2 300
Cotisations salariales (19 %)	- 273	0	0
CSG et CRDS	- 109	- 175	- 175
Avantage net	1 055	2 125	2 125
Impôt sur le revenu (33 %)	- 263	- 523	0
Avantage net après impôt	792	1 602	2 125
Phase épargne	Compte titre ordinaire		PEE ou PEI
Plus-values réalisées (à 7 % pendant 5 ans)	319	646	856
CSG, CRDS, prélèvements sociaux (10 %)	- 32	- 64	- 86
Impôt sur les plus-values	- 51	- 103	0
<i>Capital final</i>	<i>1 028</i>	<i>2 079</i>	<i>2 895</i>

Source : *Rapport Garnier*

3. Le cas des stock-options

Les stock-options, ou options sur actions, peuvent être rattachées au thème de l'épargne salariale, même si elles en constituent une modalité particulière. Un plan d'option sur actions permet à un employeur d'aider ses salariés à acquérir des actions de l'entreprise. Le caractère incitatif du plan contribue à orienter l'épargne des ménages vers les actions.

a) Mécanisme des plans d'options sur actions

Les stock-options sont un mode d'intéressement lié à l'évolution de la valeur boursière de l'entreprise. Un plan d'option sur actions peut être instauré, à l'initiative de l'employeur, dans toute société par actions, qu'elle soit cotée ou non cotée. Il offre la possibilité à des salariés (ou à des mandataires sociaux) d'acquérir, au cours d'une période déterminée (dite période d'attribution), des actions à un prix fixé à l'avance. Le prix défini peut être inférieur à la valeur réelle de l'action ; cette différence s'appelle un rabais ou une décote.

A la fin d'une éventuelle période d'interdiction de levée des options, les bénéficiaires de l'option peuvent acquérir les actions au prix préalablement fixé. Ils ont intérêt à le faire si le cours de l'action est, à cet instant, supérieur au prix d'achat fixé. C'est, en effet, alors l'entreprise qui prend à sa charge la « plus-value d'acquisition », c'est-à-dire la différence entre la valeur de l'action au moment de la levée de l'option et le prix payé par le détenteur de l'option.

Si la valeur de l'action est inférieure au prix d'option, le bénéficiaire s'abstient de lever l'option ; il ne supporte alors aucune moins-value.

A la plus-value d'acquisition peut s'ajouter une plus-value de cession, si le bénéficiaire revend ses actions à un prix supérieur au prix d'acquisition.

Le mécanisme des stock-options est, en lui-même, incitatif à l'achat d'actions, puisque l'entreprise propose généralement une décote à ses salariés. De plus, le dispositif est organisé de telle manière que le bénéficiaire ne court aucun risque de perte avant la levée de l'option. Le bénéficiaire ne peut subir une perte que s'il conserve les actions acquises et que celles-ci voient leur cours chuter.

La fiscalité des stock-options est devenue fort complexe au fil du temps, et a été plutôt alourdie au cours de la décennie 1990.

b) Une fiscalité complexe

(1) Pour l'entreprise émettrice :

La société émettrice des actions peut déduire de son résultat imposable les charges qu'elle subit du fait de la levée des actions et des moins-values correspondantes.

(2) Pour les bénéficiaires des options :

Plus-values de cession et plus-values d'acquisition sont soumises à des règles d'imposition différentes qui sont, de manière résumée, les suivantes :

- La plus-value de cession est soumise au régime normal des plus-values sur valeurs mobilières : soit un taux de prélèvement de 16 % au-dessus du seuil de 7 650 euros de cession, auquel s'ajoutent 10 % de contributions sociales.
- Le taux de prélèvement sur la plus-value d'acquisition dépend de la durée écoulée entre la date d'attribution et la date de cession de l'action (le prélèvement étant effectué l'année de la cession) :

- si l'action est revendue avant la fin de la période dite d'indisponibilité (cinq ans avant 2000, quatre ans depuis), la plus-value d'acquisition est taxée comme un salaire, c'est-à-dire qu'elle supporte des cotisations sociales, et est imposée au titre de l'impôt sur le revenu. La progressivité de l'impôt sur le revenu est atténuée par un mécanisme de quotient, qui la fait dépendre de la durée écoulée entre la date d'attribution de l'option et la revente des titres.

- si l'action est revendue après la fin de la période d'indisponibilité : jusqu'en 1990, la plus-value d'acquisition était exonérée d'impôt. Une taxation de 16 % a été introduite en 1990, taux porté à 30 % en 1990 (40 % en fait compte tenu des prélèvements sociaux). En 2000, le législateur a réduit la période d'indisponibilité à quatre ans, et a introduit une double progressivité : en fonction du montant de la plus-value (plus ou moins 152 500 euros) ; et en fonction de la durée de conservation de l'action, selon qu'elle est inférieure ou supérieure à deux ans (il s'agit de décourager la revente de l'action immédiatement après la levée de l'option, et d'encourager ainsi une certaine prise de risque et un actionnariat qui s'inscrive dans la durée).

La taxation des plus-values d'acquisition

Durée entre l'attribution de l'option et la cession des actions	Prélèvements sociaux	IRPP	Total
Options attribuées entre le 20/09/1995 et le 26/04/2000			
- 5 ans	Assimilé à un salaire*		52 à 63
+ 5 ans	10	30	40
Options attribuées à partir du 27/04/2000			
- 4 ans	Assimilé à un salaire*		52 à 63
+ 4 ans	On distingue deux situations :		
1) Actions conservées moins de deux ans :			
PVA \leq 152 500 euros	10	30	40
PVA \geq 152 500 euros	10	40	50
2) Actions conservées plus de deux ans :			
PVA \leq 152 500 euros	10	16	26
PVA \geq 152 500 euros	10	30	40
Bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises (BSPCE)			
Durée d'activité dans l'entreprise au moment de la cession			
- 3 ans	10	30	40
+ 3 ans	10	16	26
* Dans le cas où la PVA est requalifiée en salaire, le taux de taxation de la PVA est le suivant :			
Salaire annuel	Cotisations sociales	IRPP	Total
0,5 MF (75 000 euros)	20	32	52
1 MF (150 000 euros)	16	47	63
1,5 MF (225 000 euros)	8	51	59

Note : les calculs sont effectués sur la base d'un barème inchangé de l'IR (taux marginal à 54 %) de façon à ne montrer que l'effet de la modification de la fiscalité des stock-options.

Source : OFCE (2002).

En somme, la fiscalité des stock-options n'est réellement avantageuse que sous certaines conditions restrictives. Les conditions posées ne sont pas sans fondement économique. Cependant, l'efficacité d'une incitation dépend aussi beaucoup de la clarté du signal envoyé aux agents économiques. Il paraît donc souhaitable de **simplifier ce régime**, et d'instituer, par exemple, une modulation des prélèvements en fonction de la durée de détention des actions.

On pourrait envisager également, du côté de l'entreprise, une incitation fiscale nouvelle qui serait proportionnelle au pourcentage de salariés bénéficiant de stock-options dans l'entreprise, afin d'encourager une distribution large d'actions au sein du personnel. Le nombre d'actions offertes devrait être proportionnel à la rémunération de chaque salarié, puisque ceux-ci doivent être en mesure de payer les actions au moment de la levée de l'option.

4. Une part croissante de l'épargne salariale s'investit en actions, notamment en actions émises par l'entreprise employeur

Le Conseil supérieur de la participation publie chaque année un rapport qui présente les données les plus récentes en matière de participation et d'intéressement. La Commission des opérations de bourse dispose, quant à elle, de données très précises sur les fonds communs de placement d'entreprise.

Il ressort de ces chiffres que **les salariés ont perçu l'intérêt des plans d'épargne d'entreprise**, puisque ceux-ci sont alimentés essentiellement par des contributions libres de leur part : à hauteur de 40 % par l'affectation de tout ou partie de la prime d'intéressement, et à hauteur de 24 % par des versements volontaires. L'abondement des entreprises représente 20 % des sommes versées, et la participation 16 %. Il n'existe encore aucune donnée statistique permettant d'apprécier le succès ou l'échec des PEI et PPESV.

L'encours des FCPE a beaucoup augmenté de 1995 à 1999, mais paraît se stabiliser en 2000 et 2001 (54,8 milliards d'euros en 2000, 53,2 milliards en 2001). Deux raisons principales peuvent être avancées pour expliquer ce fléchissement : la médiocre performance des marchés actions en 2000 et 2001, et l'attente, par les entreprises et les sociétés de gestion, de la publication de l'ensemble des textes d'application de la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, qui a pu favoriser un certain attentisme.

Évolution du nombre de FCPE et de l'encours	1997	1998	1999	2000	2001
Nombre de FCPE	3 477	3 610	3 462	3 406	3 499
Evolution en %	- 5,2	3,8	- 4,1	- 1,62	2,73
Encours en millions d'euros	28 278	35 341	50 545	54 768	53 189
Encours en millions de francs	185 490	231 820	331 553	359 255	348 897
Evolution en %	29,7	25	43	8,35	- 2,88

Source : Commission des opérations de bourse

L'examen de la répartition des actifs des FCPE montre une **préférence pour les placements en actions de l'entreprise**, lesquelles représentent, au 31 décembre 2001, plus de 46 % du total. Ceci suggère que **l'épargne salariale est un important vecteur de l'actionnariat salarié**. Les placements en actions diversifiées représentent moins de 13 % de l'ensemble des actifs.

La part de l'actif des FCPE investie en titres de l'entreprise, actions ou obligations, représente 50,1 % de l'encours global fin 2001. Cette situation peut être source de préoccupation : l'apport central de la gestion collective pour tout investisseur n'est-il pas, en effet, **la diversification de ses risques** ? Le législateur a certes souhaité préserver la possibilité pour les salariés d'investir en titres de leur entreprise, au travers des FCPE, afin de soutenir l'actionnariat salarié. Depuis la loi du 19 février 2001, cette possibilité doit être assortie d'une information adéquate, à laquelle s'ajoute l'obligation de proposer aux salariés un choix de placement, pour leur permettre d'arbitrer, au sein des plans d'épargne, entre des formules de placement différentes.

On peut cependant se demander s'il n'est pas nécessaire d'aller plus loin. A titre de comparaison, la directive relative aux fonds de pension, adoptée par le Conseil des ministres de l'Union européenne, le 13 mai dernier, prévoit que les fonds de pension ne peuvent affecter plus de 5% des sommes collectées auprès des salariés dans des titres de leur employeur. Une réflexion devrait être engagée pour examiner si la concentration des risques dans les FCPE n'est pas excessive. Elle pourrait déboucher éventuellement sur la fixation d'un **plafond** pour la part de titres émis par l'employeur dans les actifs des fonds.

Évolution des actifs nets des FPCE

	1997		1998		1999		2000		2001	
	millions d'euros	%								
Actions de l'entreprise	9 838	34,8	13 426,8	38	22 500	44,5	26 753	48,8	24 828	46,7
Obligations de l'entreprise	1 457,1	5,2	2 092,8	5,9	1 671	3,3	1 841	3,4	1 806	3,4
SICAV + FCP	6 015,2	21,3	7 289,3	22,1	9 401	18,6	10 941	20,0	9 960	18,7
Fonds communs de créance	48,9	0,1	67,5	0,2	49	0,1	56	0,1	88	0,2
Actions françaises et assimilées	4 405,8	15,6	4 870,1	13,8	7 578	15	6 558	12,0	6 873	12,9
Obligations françaises et assimilées	4 286,1	15,1	4 146,3	11,7	4 383	8,7	3 905	7,1	3 959	7,4
Valeurs étrangères	1 180,6	4,2	1 600,6	4,5	3 776	7,5	4 232	7,7	4 804	9,0
Titres de créances négociables francs et devises	805,2	2,8	887,6	2,5	1 167	2,3	1 063	1,9	1 232	2,3
Liquidités (et autres emplois)	303,2	1,1	1 073,4	1	440	0,9	414	0,8	444	0,8
Emprunts en espèces et autres dettes	-62,4	-0,2	-113,7	-0,3	- 420	-0,8	-995	-1,8	-805	-1,5
Actif net en millions d'euros	28 277,8	100	35 340,6	100	50 545	100	54 768	100	53 189	100

Source : Commission des opérations de bourse.

Il existe peu de données fiables sur la diffusion des stock-options, même si le chiffre de 1 % de salariés bénéficiaires est parfois avancé. On sait que les plans d'options sur actions sont très utilisés dans les grandes entreprises cotées. Selon une enquête de la DARES¹, la moitié des entreprises cotées en Bourse utilisent les stock-options, une sur trois de manière régulière. L'attribution des stock-options bénéficie essentiellement aux cadres supérieurs et dirigeants. Elle semble toutefois se démocratiser puisque, selon la DARES, « 15 % des entreprises attribuent des actions à tout leur personnel ».

Epargne salariale et stock-options contribuent au développement de l'actionnariat salarié. Selon le dernier rapport du Conseil supérieur de la participation (2002), 9 % des entreprises déclarent compter parmi leurs salariés (ou ceux du groupe auquel elles appartiennent) des actionnaires (de leur entreprise, ou d'une autre société de leur groupe). Ce taux atteint 13 % dans les entreprises de plus de 500 salariés. Dans les entreprises de plus de 250 salariés, plus de la moitié des achats d'actions sont aidés par l'employeur, par l'intermédiaire de plans d'épargne ou de stock-options.

D. INVESTIR DANS LES JEUNES ENTREPRISES INNOVANTES

Les privatisations ont accéléré le développement des placements en actions des grandes sociétés cotées. L'épargne salariale tend à favoriser l'actionnariat salarié. Il est important de ne pas négliger l'investissement dans les fonds propres des petites entreprises innovantes, qui présentent certes un risque de défaillance élevé, mais recèlent de grands potentiels de croissance. Les fonds de capital-investissement et les sociétés de capital-risque jouent le rôle d'intermédiaire entre les jeunes entreprises de croissance et les épargnants. Des dispositions fiscales incitent les ménages à choisir ce type de placement. Le projet de créer des fonds d'investissement de proximité devrait permettre de conforter le système français de capital-risque.

1. Les acteurs du capital-investissement

Les acteurs du capital-investissement sont les sociétés de capital-risque, et des types particulier de fonds communs de placement que sont les FCPR (fonds communs de placement à risque) et les FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation).

¹ *Premières informations. Premières synthèses, mars 1999.*

a) Les sociétés de capital-risque

Depuis une loi du 30 décembre 2000, les sociétés françaises par actions dites « de capital-risque » ont pour objet social exclusif la gestion d'un portefeuille de titres de sociétés non cotées. Leur actif peut néanmoins comprendre des liquidités, ainsi que les biens meubles et immeubles nécessaires au fonctionnement de la société.

Toutefois, ne bénéficient d'un régime fiscal spécial que les sociétés de capital-risque dont la situation nette comptable comprend au moins 50 % d'actions, de parts, de titres participatifs, d'obligations convertibles ou de titres assimilés, de sociétés ayant leur siège dans un État de la Communauté européenne, dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé, et qui exercent une activité industrielle ou commerciale.

Les sociétés de capital-risque qui respectent ces conditions sont exonérées d'impôt sur les sociétés sur les produits courants, et les plus-values de cession des titres compris dans leur portefeuille.

Les actionnaires des sociétés de capital-risque sont exonérés d'impôt sur le revenu sur les dividendes perçus, sous certaines conditions (essentiellement une condition de durée de détention des actions, et de réinvestissement des dividendes perçus).

Ce régime fiscal attractif doit inciter les épargnants à investir, dans la durée, dans les sociétés de capital-risque. Il vient compenser une prise de risque élevée. Les sociétés de capital-risque contribuent au financement de jeunes entreprises qui n'ont pas accès au marché boursier.

b) Les fonds communs de placement à risque (FCPR)

Créés en 1983, les fonds communs de placement à risque sont une catégorie particulière de fonds communs de placement. Leur caractéristique essentielle tient à la composition de leur actif, qui comprend au moins 50 % d'actions non cotées, ou cotées au nouveau marché (sociétés dont le siège se trouve dans un État de l'Union européenne).

Cette composition particulière de leur actif justifie que les FCPR soient soumis à un régime fiscal plus avantageux que les FCP ordinaires. Les personnes physiques qui souscrivent des parts de FCPR peuvent en effet prétendre à l'exonération des produits et des plus-values réalisées dans ce cadre, à conditions de respecter certaines conditions. Ces conditions sont proches de celles prévues pour les sociétés de capital-risque, à savoir, essentiellement, une durée minimale de détention des parts de FCPR (cinq

ans), et une obligation de réinvestir dans le fonds les sommes réparties pendant cette période de cinq ans.

c) Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)

Créés par la loi de finances pour 1997, les FCPI constituent une dérogation au régime des FCPR. 60 % au moins de leur portefeuille doit être constitué de titres de petites **sociétés non cotées, innovantes, et détenues majoritairement par des personnes physiques**. Les placements dans les FCPI donnent droit à une réduction d'impôt sur le revenu, égale à 25 % des souscriptions en numéraire de parts de FCPI, à condition de prendre l'engagement de conserver les parts de fonds pendant cinq ans au moins à compter de leur souscription, dans la limite de 12 000 euros par an (le double pour un couple).

2. Un essor récent du capital-investissement en France

Si l'apparition du capital-risque en France est déjà ancienne, les années récentes ont connu une forte croissance des capitaux collectés et des investissements réalisés. Entre 1995 et 2002, les capitaux levés par l'intermédiaire des fonds de capital-investissement et sociétés de capital-risque ont été multipliés par huit, et les investissements par cinq.

Situation du capital-investissement en France

<i>(en milliards d'euros)</i>	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002*
Capitaux levés	0,53	0,72	0,66	2,60	3,26	6,11	5,1	4,2
Investissements réalisés	0,75	0,87	1,26	1,79	2,82	5,30	3,29	3,52
<i>Dont amorçage/création</i>	<i>0,08</i>	<i>0,15</i>	<i>0,17</i>	<i>0,26</i>	<i>0,52</i>	<i>1,16</i>	<i>0,56</i>	<i>0,46</i>

* Données provisoires pour 2002

Source : AFIC-PWC, communication du 11 mars 2003 et rapport 2001 sur l'activité du capital-investissement

Ne sont investis dans l'amorçage et la création d'entreprise que 12,9 % des investissements réalisés par les institutions de capital-investissement. L'entreprise naissante reste donc encore peu prise en compte par comparaison avec les autres cibles du capital-investissement que sont les entreprises déjà matures, en développement, ou celles susceptibles de faire l'objet d'une reprise.

**Investissements des sociétés de capital-investissement
par stade**

<i>(en millions d'euros)</i>	2002*
Amorçage	65
Création/post-création	390
Développement	691
Transmission	2 201
Rachats minoritaires	177
Total des montants investis	3 524
Pour mémoire	
- Investissements amorçage + création/post-création	455
- Part de ces investissements dans le total	12,9 %

** Données provisoires pour 2002*

Source : AFIC-PWC, communication du 11 mars 2003

Les placements dans les fonds de capital-risque connaissent une diffusion croissante parmi les épargnants. Si les fonds communs de placements à risque paraissent réservés à un public averti, voire à des investisseurs institutionnels, la diffusion publique des FCPI a beaucoup progressé depuis leur création, quoique l'on observe un recul en 2002, résultat d'une plus grande prudence des épargnants dans un contexte devenu moins favorable à l'investissement dans les petites entreprises de croissance.

Situation des FCPI au 31 décembre 2002

Année	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nombre de FCPI créées	5	5	11	17	30	31
Souscription en millions d'euros	67	151	248	421	567	370

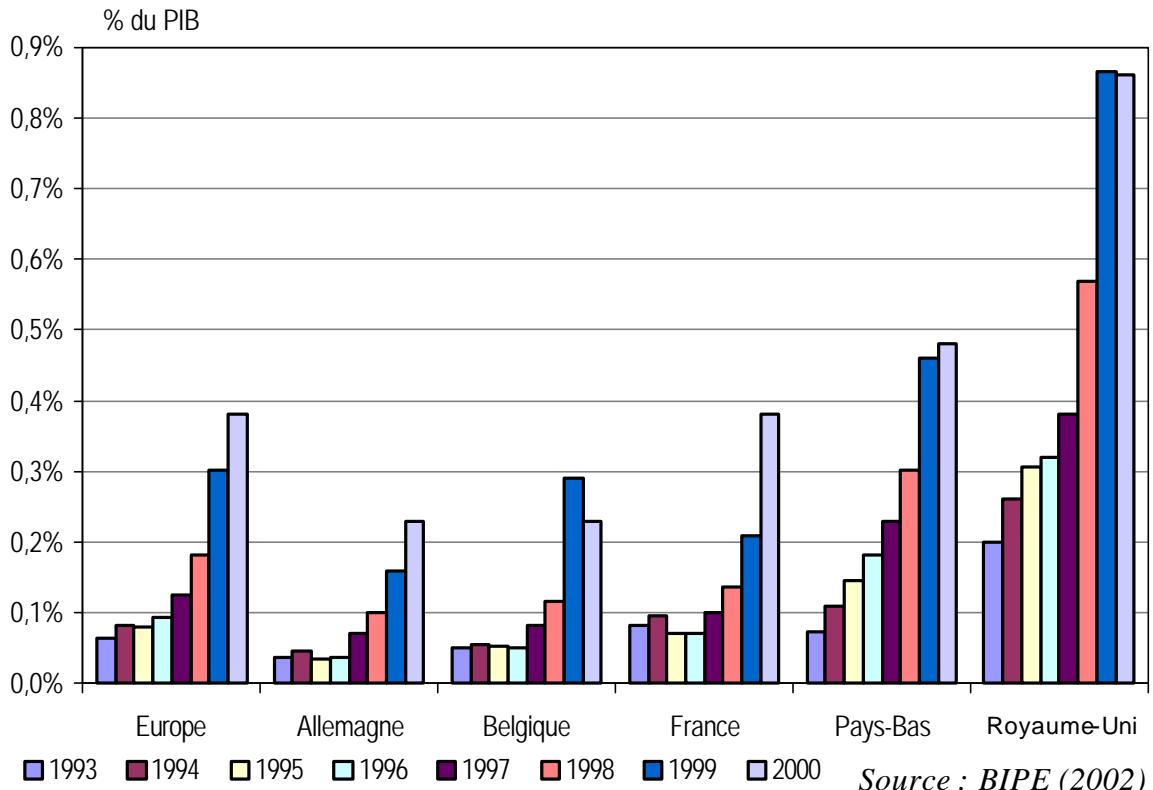
Source : Commission des opérations de bourse

Les réseaux bancaires jouent un rôle prépondérant dans la distribution des FCPI. L'argumentaire de placement repose largement sur la fiscalité applicable.

3. Une comparaison avec d'autres pays développés suggère cependant que le capital-investissement conserve en France une importante marge de progression

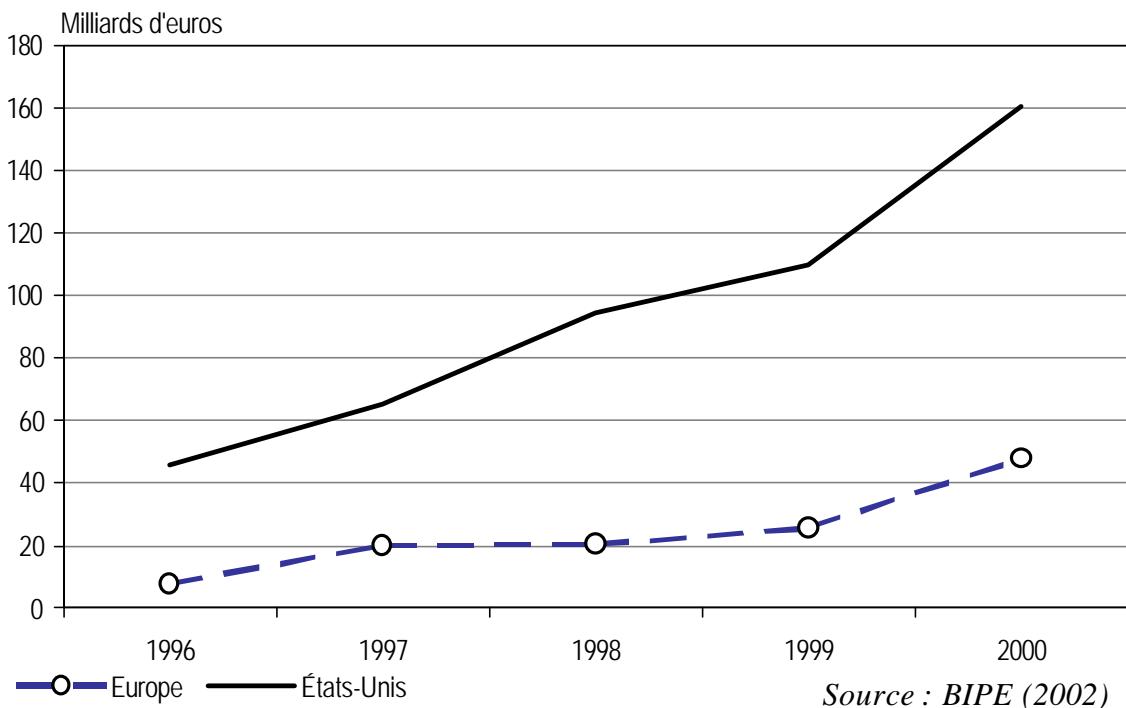
Si le secteur français du capital-investissement n'est pas mal placé par rapport à d'autres pays d'Europe continentale, il reste en retrait par rapport aux Pays-Bas, et surtout au Royaume-Uni.

Investissements réalisés par les institutions de capital-investissement
Investissements réalisés par les Sociétés de capital-risque



L'Europe dans son ensemble consacre beaucoup moins de fonds au capital-investissement que les Etats-Unis. Alors qu'en 2000 les fonds récoltés par le capital-risque aux Etats-Unis s'élevaient à 160 milliards d'euros, soit près de 2 % du PIB américain, les fonds récoltés en Europe représentaient 50 milliards d'euros, soit un tiers du niveau des Etats-Unis, et moins de 0,5 % du PIB européen.

Fonds récoltés par les sociétés de capital-risque Fonds récoltés pour le capital-investissement Europe/Etats-Unis Europe /États-Unis



Source : BIPE (2002)

Le Gouvernement a diagnostiqué une faiblesse du capital-investissement orienté vers les PME régionales de taille moyenne, dont la valorisation est comprise entre cinq et cinquante millions d'euros. Cette faiblesse ne résulte pas d'une pénurie d'épargne, ni sur un plan macroéconomique, ni sur un plan territorial, mais du manque d'outils permettant une intermédiation de proximité. C'est la raison pour laquelle est proposée, dans le cadre de la loi pour l'initiative économique, la création de Fonds d'investissement de proximité (FIP)¹.

4. La proposition de créer des fonds d'investissement de proximité

Les FIP se présentent comme une nouvelle catégorie de fonds communs de placements à risque. Leurs investissements ne pourront s'effectuer que dans une zone géographique déterminée, limitée à une, deux, ou trois régions limitrophes, ce qui fait d'eux des fonds dotés d'un fort ancrage territorial.

¹ Cette loi, non encore entrée en vigueur, a été votée en deuxième lecture par le Sénat le 18 juin 2003.

Les réseaux bancaires devraient jouer un rôle capital dans la promotion de ce support d'épargne auprès des ménages. Les FIP seront d'abord destinés aux personnes physiques, puisque la part que pourront prendre les investisseurs institutionnels dans l'apport de capitaux aux FIP devrait rester minoritaire.

Les FIP devront investir au moins 60 % des fonds récoltés dans des valeurs mobilières, ou des parts sociales, émises par des PME, dans des parts de FCPR, ou enfin dans des actions de sociétés de capital-risque. Ce quota de 60 % devra être atteint dans un délai, assez bref, de deux ans.

Les incitations fiscales accompagnant les FIP seraient les mêmes que celles applicables aux FCPI.

La création des FIP est suspendue à l'adoption définitive de la loi sur l'initiative économique par le Parlement. Les grandes lignes du dispositif ne devraient cependant plus être modifiées. La création des FIP est susceptible de donner une nouvelle impulsion décisive au développement du capital-investissement dans nos régions, et est donc approuvée sans réserve par votre rapporteur. La création de ces fonds est également approuvée par la Commission spéciale créée au Sénat pour examiner le texte de loi.

TROISIÈME PARTIE

DÉVELOPPER L'ÉPARGNE EN ACTIONS EN VUE DE LA RETRAITE

Même si la retraite par répartition a vocation à demeurer le socle de notre système de retraite, les difficultés financières auxquelles vont être confrontés les régimes par répartition à l'horizon 2020 ou 2040, difficultés auxquelles le Gouvernement s'efforce aujourd'hui de répondre, rendent plus nécessaire que jamais une réflexion sur l'épargne retraite. Le développement de l'épargne retraite ne saurait apporter à lui seul une réponse globale au problème du financement des retraites.

IMPASSE FINANCIÈRE DES RÉGIMES DE RETRAITE PAR RÉPARTITION ET CAPITALISATION, QUELQUES PRÉCISIONS

L'introduction d'une dose de capitalisation – soit par des fonds de pension, soit par un fonds de réserve – est souvent présentée comme une solution alternative à l'augmentation des prélèvements obligatoires pour dégager des ressources indispensables au financement du système des retraites.

1. Une transition délicate

Une observation liminaire s'impose pour mettre en évidence la difficulté pratique du passage d'un système de répartition à un système de capitalisation.

L'introduction de fonds de pension créerait des **droits nouveaux** pour leurs cotisants. Autrement dit, quel que soit le poids des fonds de pension dans notre système de retraite, il faudra soit financer d'une manière ou d'une autre les **droits** déjà ouverts par les régimes par **répartition**, soit baisser ces droits.

L'introduction de systèmes par capitalisation pour financer le **maintien des droits déjà ouverts** par les régimes par répartition aboutit à faire « payer deux fois » la génération actuelle des actifs (pour la retraite de leurs parents et pour la leur).

2. Le financement des retraites est avant tout un prélèvement sur la valeur ajoutée

Il faut se persuader que, quelles que soient ses modalités, le financement des pensions est toujours, avant tout, un prélèvement sur la valeur ajoutée.

Il y a certes deux manières d'organiser les droits des retraités : soit en épargnant aujourd'hui et en récupérant les revenus de cette épargne demain - , c'est le principe des systèmes par capitalisation - ; soit en affectant une fraction de la production aux inactifs - c'est le principe du système par répartition - .

Mais, sur un plan macroéconomique, quel que soit le système, il faut toujours que les actifs produisent ce qui sera réparti entre eux-mêmes et les inactifs. Ainsi, la manière dont le prélèvement sur les actifs destiné à financer les pensions s'opère à un moment donné – répartition ou capitalisation – est une question beaucoup moins déterminante que le niveau du prélèvement.

Dans tous les cas, les actifs devront s'abstenir de consommer ce qui ira aux inactifs, que ceci s'opère par le biais des cotisations sociales (répartition) ou par le biais des transferts financiers engendrés par l'épargne des retraités (capitalisation).

Deux observations sont traditionnellement avancées pour tempérer les conclusions d'une analyse qui n'est, en soi, pas contestée :

- La première tend à montrer qu'un haut niveau d'épargne garantit une croissance plus dynamique et que l'augmentation du PIB qui en résulte atténue les problèmes de répartition. Cette objection doit être fortement relativisée : le taux d'épargne est déjà particulièrement élevé en France et un peu plus de consommation serait sans doute souhaitable ; surtout, un PIB plus élevé ne modifie pas en soi les problèmes de répartition, dès lors que le taux de remplacement du revenu d'activité par la pension est inchangé.

- La deuxième tend à admettre la validité de cette analyse mais à observer que la ponction opérée sur les actifs pourrait concerter les actifs étrangers si l'épargne était orientée vers l'extérieur (notamment dans les zones ne connaissant pas le même cycle démographique et/ou à croissance plus dynamique).

Ultimes observations, auxquelles l'actualité conduit à porter une certaine attention : le développement de la capitalisation, qui devrait être important pour combler l'impasse financière prévisible (il faut une épargne égale à 80 % du PIB placée à 5 % pour financer le déficit prévisionnel de 4 points de PIB), n'est pas sans risque financier, le moindre n'étant pas qu'en raison de la pyramide des âges en Europe, tous les retraités vendent simultanément leurs actifs.

Malgré ces données difficilement contestables, les incertitudes de moyen terme sur les taux de remplacement servis par le système par répartition devraient inciter les ménages qui le peuvent à compléter leur pension par un mécanisme de capitalisation. Les placements en actions devraient bénéficier d'un développement de l'épargne retraite : comme cela a été montré précédemment, ces placements sont en effet ceux qui offrent la plus forte rentabilité à long terme.

L'économie française gagnerait elle aussi à la création d'un produit, largement accessible, d'épargne retraite. Le financement durable de l'économie requiert une épargne stable, investie dans une perspective de long terme. La préparation de la retraite amène les épargnants à envisager leurs placements dans une perspective de plusieurs décennies. Or, les produits d'épargne existant actuellement ont un horizon temporel nominal trop court pour investir largement en actions : huit ans pour l'assurance-vie, dix ans pour le PPESV.

Il existe déjà dans notre pays des produits de retraite par capitalisation, mais qui ne sont pas ouverts de la même manière à tous les Français, ce qui est source d'inéquité. Promouvoir l'épargne-retraite placée en actions ne doit cependant pas conduire à nier les risques inhérents aux actions, et à l'instabilité des marchés financiers ni le coût d'une généralisation de la Préfon. C'est pourquoi la création d'éventuels « fonds de pension à la française » devra s'accompagner d'une régulation adaptée. Une directive¹ récemment adoptée par le Conseil des ministres de l'Union européenne fixe le cadre des règles prudentielles à appliquer.

I. DES DISPOSITIFS DE RETRAITE PAR CAPITALISATION EXISTENT DÉJÀ DANS NOTRE PAYS, MAIS NE COUVRENT QUE CERTAINES CATÉGORIES DE LA POPULATION

La baisse prévisible des taux de remplacement offerts par le système par répartition est un fort encouragement à la constitution d'un complément de retraite par capitalisation. Les dispositifs aujourd'hui existants forment un paysage très fragmenté, et ne couvrent que certaines catégories de Français, étant ainsi à l'origine d'un accès très inégal à l'épargne-retraite.

¹ Directive relative aux fonds de pension, adoptée le 13 mai 2003, non encore publiée au Journal officiel des communautés européennes.

A. L'UTILITÉ D'UN COMPLÉMENT DE RETRAITE PAR CAPITALISATION

Il n'est pas nécessaire de revenir ici sur la problématique d'ensemble des retraites, qui a déjà fait l'objet de multiples rapports et études. Une telle analyse est d'autant moins indispensable que le Parlement débat en ce moment même d'une importante réforme des retraites.

Il convient toutefois de rappeler qu'une baisse des taux de remplacement par rapport au dernier salaire d'activité est inéluctable, à l'horizon 2020 et 2040, pour les salariés du privé, sous l'effet mécanique des réformes de 1993 pour le régime général et les régimes alignés, et sous l'effet des réformes de 1996 et 2001 pour les régimes complémentaires AGIRC-ARRCO.

Le tableau suivant décrit, pour des cas-types de carrières complètes, l'évolution tendancielle du taux de remplacement. La notion de carrière complète est d'ailleurs toute théorique, lorsque l'on sait, par exemple, que moins de la moitié des salariés du secteur privé sont encore en activité au moment où ils liquident leur retraite.

Évolution des taux de remplacement nets entre 2000 et 2040, à réglementation inchangée

(en %)

	2000	2020	2040
Salarié non cadre du secteur privé ayant toujours perçu le salaire moyen des non cadres	84	71	67
Salarié cadre du secteur privé ayant toujours perçu le salaire moyen des cadres	75	62	58
Salarié cadre du secteur privé ayant eu une carrière très ascendante	56	50	47
Fonctionnaires avec un taux de primes de 6 % (exemple : personnel de service de la fonction publique d'État)	78	78	78
Fonctionnaires avec un taux de primes de 36 % (exemple : cadre de la fonction publique d'État)	60	60	60
Moyenne pondérée	78	-	64

Source : Conseil d'orientation des retraites

De plus, le projet de réforme des retraites prévoit d'étendre aux fonctionnaires la règle de revalorisation des pensions en vigueur pour les salariés du privé, à savoir une revalorisation au rythme de l'indice des prix à la consommation, et non plus au rythme de l'augmentation des traitements des fonctionnaires en activité. Ce mode de revalorisation pourrait conduire à une baisse du pouvoir d'achat relatif des retraités par rapport à celui des actifs. Cette perspective devrait constituer une incitation supplémentaire à épargner en vue de la retraite.

B. LA RETRAITE PAR CAPITALISATION AUJOURD'HUI : UN PAYSAGE TRÈS FRAGMENTÉ

Les salariés des grandes entreprises bénéficient parfois de « retraites d'entreprise » qui fonctionnent sur le mode de la capitalisation. Les fonctionnaires, avec le régime Préfon-retraite, et les professions indépendantes bénéficient aussi de dispositifs par capitalisation.

1. Les contrats de retraite d'entreprise

Le législateur a, pour encourager la création de dispositifs de retraite supplémentaires dans les entreprises, créé trois types de contrats bénéficiant d'incitations fiscales. Ces contrats sont généralement connus par le numéro du Code général des impôts qui leur correspond.

On distingue ainsi les contrats de l'article 39, de l'article 82, et de l'article 83 du Code général des impôts. En pratique, ces contrats sont surtout répandus dans les très grandes entreprises, et dans certains secteurs tels que la banque, les assurances et l'énergie. Les prestations servies au titre de ces contrats représentent 2 % de l'ensemble des pensions versées par les régimes de retraite.

Les couvertures supplémentaires de retraite sont instituées par la voie d'un accord collectif de travail, par décision unilatérale du chef d'entreprise, ou suite à la ratification, par la majorité des intéressés, d'un projet d'accord présenté par le chef d'entreprise (article L.911-1 du Code de la sécurité sociale).

Les contrats de l'article 39 et de l'article 82 sont abondés uniquement par l'employeur ; les contrats de l'article 83 sont abondés par l'employeur et le salarié. Selon les chiffres de la Fédération française des sociétés d'assurance, les cotisations aux contrats de retraite d'entreprise sont passées de 2,1 milliards d'euros en 1996 à 5,1 milliards en 2001. Ces cotisations

représentent un coût non négligeable pour l'employeur, compris entre 1 et 3 % de la masse salariale, ce qui explique que ces contrats ne se rencontrent que dans les plus grandes entreprises. Les cotisations permettent l'acquisition d'actifs financiers, actions, parts de SICAV ou de sociétés civiles immobilières, produits monétaires ou obligations.

Les contrats de l'article 82 sont un produit très proche des classiques contrats d'assurance-vie. Il en va autrement pour les contrats des articles 39 et 83. Pour André Babeau, conseiller scientifique du BIPE, « *les articles 39 et 83 sont clairement des fonds de pension* »¹. Des précisions techniques relatives au fonctionnement de ces différents contrats sont présentées dans les encadrés suivants :

¹ *Entretien publié dans Risques, n° 52, décembre 2002, p.7*

Le dispositif de l'article 39 du CGI : des contrats à prestations définies, constitutifs de retraites additionnelles ou « retraites chapeau »

Le montant de la pension servie au moment du départ à la retraite par un régime de l'article 39 est fixé par convention et connu à l'avance ; il correspond à un pourcentage du dernier salaire ou de la moyenne des derniers salaires, dont le mode de calcul garantit un niveau de retraite élevé. La durée de présence au sein de l'entreprise est à cet égard un paramètre important.

Le caractère très avantageux de ce régime en fait un produit essentiellement destiné aux cadres supérieurs, dont la carrière est courte et l'ascension rapide. Il se rencontre sous deux formes :

- un régime servant une retraite additionnelle calculée en pourcentage du dernier salaire, généralement de 10 % ;
- un régime versant une retraite différentielle, qui vient « coiffer » les prestations des régimes de base et complémentaire, voire également d'un autre régime supplémentaire d'entreprise à cotisations définies, jusqu'à un niveau garanti prédéterminé lors de la mise en place du régime.

Le financement repose exclusivement sur l'employeur, qui verse sur un compte collectif des sommes équivalant à 20 % de la rémunération des cadres supérieurs en activité, ainsi qu'une subvention d'équilibre. Ces versements sont exonérés des taxes et participations assises sur les salaires, jusqu'à 85 % du plafond de la sécurité sociale.

La sortie du dispositif s'effectue exclusivement sous forme de rente viagère, imposable au titre des pensions. Un trait majeur, contraignant, et distinctif d'autres régimes de retraite d'entreprise, consiste en la subordination du versement de la rente à la présence du salarié au sein de l'entreprise au moment de son départ à la retraite, ainsi qu'à l'absence de portabilité de droits acquis par le salarié, d'un employeur vers un autre, pour la bonne raison que de tels droits n'existent pas formellement : seul l'employeur cotise. Ainsi, les contrats de l'article 39 poursuivent un but de fidélisation des cadres supérieurs de l'entreprise. Il s'représentent un encours de 12,39 milliards d'euros fin 2002.

Le dispositif de l'article 82 du CGI : des contrats en « sursalaire »

Il s'agit de contrats à cotisations définies en pourcentage du salaire, dispositif individuel et très proche des contrats classiques d'assurance-vie. Concrètement, l'employeur inclut dans le contrat de travail de ses salariés des stipulations accessoires mentionnant qu'il souscrit à leur profit un contrat d'assurance-vie. La durée de ce contrat accessoire est au minimum de 6 ans.

Ce mécanisme présente une certaine souplesse, puisqu'il permet une sortie en rente ou en capital. Il est abondé exclusivement par l'employeur, qui définit unilatéralement le montant et la périodicité des contributions. Celles-ci sont fiscalement considérées comme des « sursalaires », exonérées à ce titre de cotisations sociales patronales dans la limite de 85 % du plafond annuel de la sécurité sociale, mais incluses dans le revenu imposable des bénéficiaires. Elles sont toutefois déductibles du bénéfice imposable de l'entreprise, dans la limite de 19 % de huit fois le plafond de la sécurité sociale. Les contrats de l'article 82 représentent un encours de 1,39 milliards d'euros fin 2002.

Le dispositif de l'article 83 du CGI : des contrats collectifs à cotisations définies

Contrats individuels signés dans un cadre collectif, les contrats de l'article 83 s'adressent à des catégories homogènes de salariés, et peuvent aller jusqu'à concerner l'ensemble des salariés de l'entreprise qui le met en place après consultation du comité d'entreprise. A l'instar des contrats de l'article 82, les cotisations sont définies en pourcentage du salaire, la sortie s'effectuant toutefois uniquement en rente viagère.

Alimenté par les cotisations des salariés et l'abondement de l'employeur, ce dispositif conserve une souplesse non négligeable puisque ces versements ne sont pas fixés définitivement, et qu'ils peuvent être modifiés unilatéralement par l'employeur.

La déduction des cotisations sociales patronales s'applique dans la limite de 85 % du plafond annuel de la sécurité sociale, et celle du revenu imposable des salariés dans la limite de 19 % de huit plafonds. Cependant, lorsque ce dispositif est destiné à des cadres supérieurs, de telles limites sont vite atteintes, en raison du niveau élevé des salaires, ce qui limite l'attrait du dispositif.

Un avantage important demeure néanmoins : l'absence d'obligation de présence dans l'entreprise au moment de la liquidation de la retraite, les droits du salarié étant inscrits dans un compte individuel. En outre, il est possible de transférer les droits acquis au titre d'un tel contrat, d'un employeur vers un autre, sous réserve de l'existence d'un régime de l'article 83 dans les deux entreprises considérées.

Au total, selon les chiffres de la Fédération française des sociétés d'assurance, les cotisations de contrats de retraite d'entreprise sont passées de 2,1 milliards d'euros en 1996 à 5,1 milliards en 2001. Il faut toutefois souligner que ces dispositifs ne se sont mis en place, pour l'essentiel, que dans de très grandes entreprises, comme les sociétés Total, PSA ou Carrefour. L'une des explications majeures à cet état de fait réside dans le coût d'un tel régime pour l'employeur, dont on estime qu'il varie entre 1 et 3 % de la masse salariale. L'encours, fin 2002, des contrats de l'article 83 représente 23,13 milliards d'euros.

Source : « Un compte épargne retraite pour tous », rapport du député Eric Woerth, Assemblée nationale, mai 2003.

2. Les « contrats Madelin »

La loi n° 94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle, dite « loi Madelin », fut présentée, lors de sa discussion, comme un test pour les « fonds de pension à la française ». Elle a en effet institué un dispositif facultatif de retraite destiné au large public des industriels, artisans, commerçants et professions libérales, soit 1,5 million de personnes qui cotisent peu à leur régime de base.

Tout adhérent est tenu par une obligation annuelle de cotisation. Le versement maximum autorisé correspond à 19 % de huit fois le plafond de la sécurité sociale, soit 42 900 € en 2003. Les « contrats Madelin » peuvent être souscrits par des groupements d'employeurs constitués en associations comptant au moins 1 000 membres.

Le dispositif est assez contraignant, du fait de la nature des versements, obligatoires et encadrés, et du fait de la sortie exclusive en rente viagère à compter de la cessation d'activité – à 65 ans généralement. C'est pourquoi, en dépit de la déductibilité des cotisations du bénéfice industriel et commercial ou du bénéfice non commercial, dans la limite de 45 000 € environ, ces contrats connaissent un développement limité au regard de la population concernée : environ 340 000 contrats de retraite ont été signés.

3. Les régimes de fonctionnaires : Préfon et CREF

a) La Préfon

Créé en 1964 à l'initiative des quatre principaux syndicats de fonctionnaires, l'association Préfon, Caisse nationale de prévoyance de la fonction publique, dirige le régime Préfon-retraite, qui s'adresse aux agents de l'État, des collectivités territoriales, des établissements publics ainsi qu'aux contractuels. Il permet aux affiliés de se constituer un supplément de retraite à sortie exclusivement en rente viagère.

L'accumulation de droits, sous forme de points, s'effectue par des cotisations annuelles ou des cotisations de rachat. Le plafond de cotisations annuelles est actuellement de 3 400 €, entièrement déductibles du revenu imposable.

La gestion du régime est assurée par la CNP. Les fonds sont investis à 80 % en obligations. Les 20 % restants se partagent entre actions et immobilier.

Le régime Préfon compte environ 260 000 adhérents sur une population cible de plus de quatre millions de personnes.

b) Le CREF (complément de retraite de la fonction publique)

Le CREF s'adresse aux adhérents des mutuelles de la fonction publique, et compte quelque 450 000 adhérents. Les affiliés versent des cotisations, déductibles de leur revenu imposable, et reçoivent une rente viagère à partir de 60 ans.

Jusqu'à présent, le CREF fonctionne à 60 % par répartition et à 40 % par capitalisation. Mais en décembre 2001, l'assemblée générale du CREF a décidé de transformer le fonds en véritable régime par capitalisation, encouragée en cela par certaines dispositions de la directive communautaire relative aux mutuelles. Une période transitoire de 25 ans est prévue.

Pour mémoire, notons que les élus locaux peuvent s'affilier à deux systèmes par capitalisation, FONPEL et CAREL, qui comptent chacun environ 6 000 adhérents.

Le tableau récapitulatif suivant présente une vision synthétique du paysage français en matière de retraite par capitalisation.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DES PRINCIPAUX DISPOSITIFS DE RETRAITE PAR CAPITALISATION

Nom du dispositif	Date de création	Public concerné	Principes					Nombre de bénéficiaires/encours des produits
			Cotisation ou prestations définies	Durée	Sortie	Fiscalité	Abondement de l'employeur	
Article 39 du CGI		Salariés cadres supérieurs (collectif)	Prestations définies	Blocage jusqu'à la retraite	Rente	Contributions de l'entreprise déductibles de l'IR (85 % plafonds. soc.)	Oui, exclusivement	5,1 milliards d'euros de cotisations. Encours de 28 milliards d'euros
Article 82 du CGI		Salariés (individuel)	Cotisations définies (en % du salaire)	6 ans minimum	Rente ou capital	Sur salaire imposable, cotisations employeur déductibles (sous plafond)	Oui, exclusivement	
Article 83 du CGI	1985	Salariés (individuel, cadre collectif)	Cotisations définies (en % du salaire)	Blocage mais portabilité	Rente	Cotisations employeur déductibles, déduction plafonnée du revenu imposable	Oui	
Loi Madelin	1994	Indépendants	Obligation annuelle de cotisation	Blocage jusqu'à la retraite	Rente	Déduction des cotisations retraite du bénéfice industriel et commercial	-	340 000 contrats retraite
Préfon	1967	Fonctionnaires ou anciens fonctionnaires, leurs conjoints et veufs	Cotisations définies. Régime facultatif par points	Pension entre 55 et 70 ans	Rente	Versements libres, déductibles du revenu (plafond 3 400 €). Rachat d'annuités jusqu'à l'âge de 16 ans.	Non	261 000 adhérents, dont 60 000 retraités
Ancien CREF	1949	Enseignants et adhérents des mutuelles de la fonction publique	Prestations définies Régime par répartition	Blocage jusqu'à la retraite (10 ans minimum)	Rente	Cotisations déductibles du revenu	Non. Indexation sur fonction publique	450 000 adhérents
FONPEL et CAREL	1993	Elus locaux	Cotisations définies. Facultatif par points.	Libre	Rente	Cotisations non déductibles du revenu. Rente partiellement imposée.	Oui, à parité avec l'élu.	6 000 adhérents de part et d'autre

Source : « *Un compte épargne retraite pour tous* », rapport du député Eric Woerth, Assemblée nationale, mai 2003.

Ce paysage fragmenté induit un accès inégalitaire à l'épargne retraite par capitalisation.

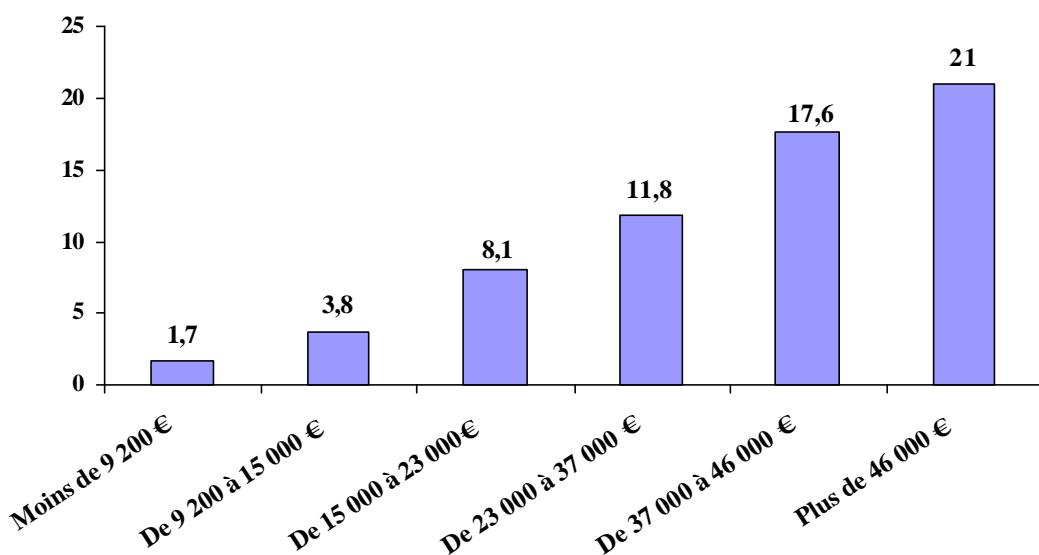
C. UN ACCÈS INÉGALITAIRE À L'ÉPARGNE RETRAITE PAR CAPITALISATION

L'existence de régimes catégoriels conduit naturellement à de forts écarts dans l'accès à la retraite par capitalisation selon la catégorie socio-professionnelle. Selon l'enquête Patrimoine de l'INSEE, 10 % des ménages souscrivent à un régime par capitalisation. Mais ce taux atteint 31 % chez les professions libérales, et un quart chez les agriculteurs, industriels, artisans et commerçants.

Parmi les salariés du privé, les cadres sont les plus nombreux à souscrire à un système par capitalisation (près de 20 %). Ils sont suivis des professions intermédiaires (15 %), et par les employés et ouvriers qualifiés (8 %). Le taux tombe à 5,5 % pour les ouvriers non-qualifiés.

Au total, l'accès à la capitalisation est fortement déterminé par le revenu des ménages, comme l'atteste le diagramme suivant.

**Accès à la capitalisation selon le revenu annuel du ménage
(en pourcentage des ménages)**



patrimoine de l'INSEE, mars 1999.

Source : enquête

En somme, le système actuel laisse de côté la grande majorité des salariés modestes. Or, l'épargne retraite s'accompagne souvent d'abondements de l'employeur, qui réduisent l'effort que le salarié doit accomplir pour accumuler un patrimoine donné, et de déductions fiscales. Il n'est pas satisfaisant que ces avantages bénéficient de manière prépondérante aux ménages aisés.

Tous ces arguments plaident en faveur de la création d'un système de retraite par capitalisation, accessible à toute la population non couverte par les dispositifs existants, et clairement incitatif.

II. LES PROPOSITIONS EN VUE DE CRÉER UN COMPLÉMENT DE RETRAITE PAR CAPITALISATION

En cours de discussion, le projet de loi portant réforme des retraites comprend deux mesures-phares en matière de retraite par capitalisation :

- la transformation du PPESV pour en faire un véritable produit d'épargne retraite ;
- l'annonce de la création, par un futur projet de loi, de plans d'épargne retraite.

A. LE PROJET DU GOUVERNEMENT

Lors de sa création en 2001, avait été fait le choix de faire du PPESV un produit d'épargne salariale, et non un produit d'épargne retraite. En fait, beaucoup d'épargnants intègrent le PPESV dans leur stratégie de préparation de la retraite. Le projet du gouvernement met le droit en conformité avec les faits, et aménage le PPESV pour en faire un produit d'épargne explicitement orienté vers la préparation de la retraite.

1. L'aménagement du PPESV

L'article 80 du projet de loi portant réforme des retraites propose de transformer le plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV) en plan partenarial d'épargne salariale volontaire pour la retraite (PPESVR).

Les sommes ou valeurs inscrites au PPESVR seraient indisponibles jusqu'à la date du départ en retraite du bénéficiaire. La sortie du plan pourrait s'effectuer, au choix du salarié, en capital ou en rente.

L'article prévoit enfin une obligation de diversifier les placements des PPESVR. Il ne serait pas prudent de permettre aux salariés d'investir toute leur épargne en vue de leur retraite en titres de leur entreprise. Les conséquences de la faillite du groupe Maxwell ou du groupe Enron, qui a privé les salariés de leur emploi, mais aussi de leur épargne retraite, sont là pour le rappeler. C'est pourquoi le projet de loi prévoit d'interdire l'acquisition de parts de fonds communs de placement d'entreprise investis à plus de 5 % en titres de l'entreprise, et renforce les règles de dispersion des risques des fonds diversifiés.

2. L'annonce de la création de plans d'épargne retraite

L'article 79 du projet de loi annonce la création prochaine d'un nouveau produit : le plan d'épargne pour la retraite. Il renvoie à une loi ultérieure la définition de ses modalités de mise en place et de fonctionnement.

L'article 79 pose cependant quelques principes :

- l'adhésion au plan pourra être individuelle, ou s'inscrire dans le cadre d'un dispositif d'entreprise ou de branche ;
- une rente viagère sera liquidée au moment du départ en retraite ;
- les salariés pourront se regrouper en association pour négocier leur contrat dans de meilleures conditions ;
- des règles prudentielles garantiront la sécurité des placements.

L'article 81 prévoit que les cotisations ou primes versées au plan seront, sous un certain plafond fixé par la loi, déductibles du revenu net global imposable à l'impôt sur le revenu.

Le gouvernement peut s'inspirer, pour définir les modalités de fonctionnement précises du plan d'épargne pour la retraite, de diverses propositions d'origine parlementaire.

B. QUELQUES PROPOSITIONS D'ORIGINE PARLEMENTAIRE

La contribution du Parlement au débat sur les retraites est riche et ancienne : pour s'en tenir aux années les plus récentes, rappelons la création en 1997, par une proposition de loi du député Jean-Pierre Thomas, des premiers plans d'épargne retraite. Entre 1997 et 2002, le Sénat a, face à l'attentisme du gouvernement, continué à animer le débat sur l'épargne retraite. Plus récemment, la Commission des finances de l'Assemblée Nationale a élaboré une proposition de compte épargne retraite.

1. Le dispositif de la loi Thomas

L'objectif de la loi Thomas était d'instituer un régime de retraite par capitalisation destiné aux salariés du secteur privé et aux travailleurs agricoles, venant en complément des pensions versées par le système de retraite par répartition. Pouvait adhérer aux plans d'épargne retraite (PER) tout salarié relevant de l'assurance vieillesse de base du régime général ou du régime agricole et affilié à l'un des régimes complémentaires obligatoires, ainsi que les citoyens français établis hors de France.

Les PER pouvaient être souscrits par un ou plusieurs employeurs, ou bien par un groupement d'employeurs, et mis en place par accord collectif d'entreprise, de branche, voire à l'échelon interprofessionnel, ou à défaut, par décision unilatérale de l'employeur. Dans l'hypothèse où, un an après la promulgation de la loi, une entreprise n'aurait pas proposé de PER à ses salariés, ceux-ci pouvaient adhérer à un plan existant.

L'idée de souplesse avait guidé les concepteurs du système : l'adhésion des salariés était facultative, leurs versements libres et non plafonnés, mais avantagés fiscalement dans la limite de 5 % du revenu brut ou de 20 % du plafond de la sécurité sociale : quant aux abondements de l'employeur, facultatifs, révisables et complémentaires des versements du salarié, ils étaient plafonnés à hauteur du quadruple de ces versements annuels, et exonérés de cotisations sociales patronales jusqu'à 85 % du

plafond de la sécurité sociale. Les droits acquis par le salarié étaient intégralement transférables en cas de rupture du contrat de travail.

Véritable produit de retraite, le PER ne permettait aucun déblocage de l'épargne accumulée avant l'âge de la retraite, mais autorisait à cette date une sortie partielle en capital, la voie privilégiée étant celle de la rente viagère avec réversion possible, y compris au bénéfice des enfants mineurs, incapables ou invalides.

La gestion des PER devait être externe et confiée à des organismes professionnels spécifiques, dotés de la personnalité morale, les fonds d'épargne retraite. Constitués sous la forme de sociétés anonymes d'assurance, de sociétés d'assurance mutuelles, de mutuelles d'assurance ou d'institutions de prévoyance, ils devaient obtenir un agrément ministériel, et faire preuve de prudence dans leur gestion.

2. La proposition de la Commission des affaires sociales du Sénat

La Commission des affaires sociales de notre Haute Assemblée a examiné, en octobre 1999, deux propositions de loi¹ qui ont abouti à des conclusions communes.

Le texte arrêté par la Commission aboutit à un dispositif proche de la loi Thomas. La Commission a insisté sur la nécessité de «*mettre en place des règles souples et respectueuses des droits des salariés et des employeurs*». Elle souhaitait que la conclusion d'un accord collectif de travail soit la voie privilégiée pour la création des plans de retraite.

Les versements du salarié auraient été libres et facultatifs, et auraient ouvert droit à un abondement de l'employeur, à condition que celui-ci ait volontairement adhéré à un plan d'épargne retraite. Dans le cas contraire, les salariés auraient pu adhérer à un plan souscrit au niveau de la branche, d'un groupement d'employeurs, ou d'une autre entreprise. La loi garantissait au salarié la portabilité de ses droits vers un autre plan de retraite, en cas de licenciement.

Afin que l'on ne puisse reprocher au dispositif de nuire au financement de la retraite par répartition, la Commission proposait d'assujettir les abondements de l'employeur et les versements des salariés aux cotisations d'assurance vieillesse (régimes de base et complémentaires). Toutefois, les versements des adhérents percevant un salaire inférieur à 1,5 SMIC auraient été exonérés de toute cotisation, afin qu'ils puissent bénéficier d'un équivalent des avantages fiscaux perçus par les salariés payant un impôt sur le revenu. Les versements auraient, en effet, été déductibles du revenu imposable au titre de l'impôt sur le revenu.

La proposition de la Commission prévoyait également une incitation fiscale modulée en fonction de l'âge du salarié : l'incitation aurait été d'autant plus forte que le salarié était âgé, afin que les salariés déjà avancés dans leur carrière puissent se constituer un complément de retraite significatif. Des versements exceptionnels auraient permis de racheter des années de cotisation.

La proposition de la Commission des affaires sociales a fait l'objet d'une première lecture au Sénat.

3. La proposition de comptes épargne retraite

La Commission des finances de l'Assemblée nationale a adopté, en mai 2003, un rapport d'information¹ qui propose d'instituer des «comptes d'épargne retraite». L'idée maîtresse de cette

¹ *Propositions de loi n° 187 et n° 218 (1998-1999), et Rapport n° 8 par M. Charles Descours, sénateur (1999-2000).*

proposition est la volonté de créer un dispositif quasi-universel, accessible aux salariés comme aux non-salariés, aux inactifs comme aux chômeurs. Cela implique que l'adhésion individuelle à un compte d'épargne retraite soit possible directement, sans passer par l'entreprise d'un (éventuel) employeur.

Le compte épargne retraite serait un produit à sortie en rente viagère, avec possibilité de réversion. Une seule possibilité de sortie en capital, pour l'achat de la résidence principale, est prévue.

Les fonds collectés seraient gérés par des professionnels agréés, extérieurs à l'entreprise employeur, avec des obligations d'information et de transparence vis-à-vis des souscripteurs. Les gestionnaires proposeraient des produits présentant différents degrés de risque : produits monétaires ou obligataires, ou actions et parts d'OPCVM.

Les versements au compte seraient déductibles de l'impôt sur le revenu, dans la limite d'un plafond. Le compte pourrait être abondé par l'employeur, à concurrence des versements du salarié. Cet abondement serait déductible du bénéfice imposable, et serait exonéré, dans une certaine limite, de cotisations de sécurité sociale.

La souscription individuelle au compte épargne retraite serait possible. Les entreprises pourraient souscrire des contrats de groupe, et proposer ensuite à leurs salariés d'en bénéficier.

Au-delà d'inévitables différences techniques, ces propositions partagent une même philosophie : il s'agit de créer un complément de retraite *via* une épargne individuelle capitalisée. Le risque lié aux placements est supporté par l'épargnant, mais est réduit par l'application de règles prudentielles (forte part de produits monétaires et d'obligations dans les actifs détenus).

L'étude relative aux investisseurs institutionnels, réalisée par le BIPE, à l'intention de la Délégation, a attiré l'attention de votre rapporteur sur une expérience nationale intéressante, celle en vigueur au Danemark.

C. UN MODÈLE NATIONAL INTÉRESSANT : L'EXPÉRIENCE DANOISE

Pour compléter son système de base par répartition, le Danemark a généralisé, dans les années 1990, un système complémentaire par capitalisation.

Les fonds de pension danois sont des fonds à cotisations définies (voir définition en première partie). Le risque des placements repose donc, *a priori*, sur les épargnants. Le système danois présente pourtant l'originalité de garantir à tous les épargnants une rémunération minimale (taux d'intérêt minimum implicite). Ce taux d'intérêt minimum garanti représente une importante sécurité pour les épargnants.

Les partenaires sociaux, qui gèrent le système par capitalisation, ont délibérément choisi de ne pas faire peser le risque des investissements sur les salariés. La garantie d'une rémunération minimale est rendue possible par le caractère obligatoire de l'adhésion aux fonds, tant pour les employeurs que pour les salariés. Le caractère obligatoire de l'adhésion permet aux fonds de pension d'être gérés selon les principes de l'assurance collective : la couverture d'un grand nombre d'adhérents permet de mutualiser les risques, et d'assurer à tous un minimum garanti. En contrepartie, les salariés n'ont aucune possibilité d'intervenir dans les décisions de placements. Ils ne peuvent arbitrer entre différents couples de risque et de rendement, ni améliorer leur situation individuelle.

Ce sont en effet les partenaires sociaux qui négocient, au niveau national, les taux de cotisation. Les cotisations vont être relevées dans le secteur privé à partir de 2004, et représenteront

¹ « Un compte épargne retraite pour tous », Rapport d'information n° 858, mai 2003, par Eric Waerth.

3 % du salaire brut pour les employés et 6 % pour les employeurs¹. De surcroît, pour assurer l'équilibre financier des fonds, les rendements minimaux garantis ont fortement diminué dans la dernière décennie, pour atteindre aujourd'hui le niveau très modeste de 1,5 %.

Ce système de retraite par capitalisation géré sur le mode collectif ne surprend pas dans un pays comme le Danemark, doté d'une forte tradition social-démocrate. Toutefois, même dans ce pays, des pressions politiques s'exercent aujourd'hui en faveur d'une plus grande liberté laissée aux épargnants. Une commission tripartite (syndicats/Etat/patronat) a été mise en place il y a deux ans pour réfléchir à une réforme du système. Son rapport, qui devrait être remis en août 2003, pourrait préconiser d'accorder aux salariés une liberté dans les choix d'allocation de portefeuille pour une partie des actifs détenus. La médiocre conjoncture boursière actuelle, et certains scandales financiers de type ENRON, alimentent cependant quelques réticences face à cette proposition.

Le modèle danois mérite d'être versé au débat sur la capitalisation, dans la mesure où il montre que des fonds de pension peuvent être gérés de manière collective et sécurisée. Il paraît cependant difficile à votre rapporteur d'envisager de transposer ce système en France. En premier lieu, parce que la tradition de consensus et de négociation sociale, si prégnante dans les pays scandinaves, n'existe pas au même degré dans notre pays. Ensuite, parce que les salariés français sont déjà couverts par d'importants systèmes de retraite obligatoires, de base et complémentaires ; le troisième étage de retraite qu'il s'agit de mettre en place devrait donc être, de préférence, le lieu de la liberté et de l'individualisation des choix.

III. LA RÉGULATION DES « FONDS DE PENSION A LA FRANÇAISE » DOIT SÉCURISER LES ÉPARGNANTS ET LES ENTREPRISES

Le développement de l'épargne retraite en France aura pour conséquence une nouvelle croissance des marchés financiers. Or ceux-ci sont très volatils et peuvent, de ce fait, être déstabilisateurs pour les entreprises - l'affaire Alcatel l'a montré en 1998 – ou pour les ménages, qui peuvent voir la valeur du patrimoine dont ils escomptaient profiter diminuer brutalement. Réduire cette instabilité implique de limiter la prise de risque des investisseurs au prix d'une réduction des rendements qu'ils sont susceptibles d'anticiper. A la demande de votre rapporteur, le Bureau d'informations et de prévisions économiques a réfléchi aux mesures de régulation qu'il serait possible de mettre en œuvre. Ce chapitre s'inspire pour partie de ces propositions.

A. LES RISQUES ASSOCIÉS AU DÉVELOPPEMENT DES FONDS DE PENSION

Les risques associés au développement des fonds de pension ne sont pas les mêmes, selon que l'on se situe du côté des entreprises, qui comptent des fonds de pension parmi leurs actionnaires, ou des ménages qui confient une partie de leur épargne à ces fonds

1. Du côté des entreprises : le risque du « court termisme »

Les investisseurs institutionnels ont généralement des horizons de placement de court terme. Le temps moyen de détention d'un actif par les investisseurs institutionnels, qui était de 7 ans dans les années 1960, n'est plus que de 2 ans aujourd'hui. La pression concurrentielle amène les gestionnaires de portefeuille à vendre très rapidement les actifs qui n'offrent pas, pendant un an ou deux, le rendement escompté. Cette pression peut avoir des conséquences négatives sur la gestion des

¹ cf. « Retirement in the nordic countries. Prospects and proposals for reform », rapport préparé pour le Conseil des ministres des pays nordiques, mai 2009, par T. Hebertsson, J.M. Orszag, et P.R. Orszag.

entreprises, dans la mesure où elle peut gêner la mise en œuvre d'investissements stratégiques, qui n'offriront un retour sur investissement qu'à long terme. Elle conduit à subordonner l'ensemble des décisions de gestion à un objectif de rentabilité financière. Décisions de gestion qui peuvent devenir surprenantes, lorsque des entreprises s'endettent pour racheter leurs propres actions, et soutenir ainsi leur cours... La fragilité financière qui en résulte se révèle dès la phase suivante de ralentissement économique.

A première vue, le développement des fonds de pension devrait amener les investisseurs institutionnels français à avoir, en moyenne, des horizons de placement plus longs : les fonds de pension investissent pour financer la retraite de leurs adhérents, c'est-à-dire avec une perspective de long terme. Cette analyse rassurante doit cependant être fortement nuancée. Aux Etats-Unis, en effet, la plupart des fonds de pension confient la gestion de leur épargne à des fonds de second rang, dont ils évaluent la performance sur des bases temporelles courtes, réintroduisant ainsi des comportements « court termistes » dans la gestion. La gestion de 80 % des avoirs des fonds de pension américain est ainsi externalisée. Il importe donc, pour allonger les horizons de placement des fonds de pension, d'intervenir sur ce mode de gestion déléguée.

2. Du côté des épargnants : le risque de perte de son capital

Dans un système de retraite par répartition, le risque de voir le financement des pensions être interrompu est minime, puisqu'elles sont financées par les cotisations des actifs. Le risque est plus grand lorsque le versement de la pension dépend d'un mécanisme d'épargne retraite individualisée. Le capital accumulé en actions, en particulier, peut voir sa valeur fortement diminuer (baisse des cours), voire disparaître (faillite de l'entreprise émettrice).

Là encore, une référence à l'exemple américain permet de mieux cerner les risques. Ceux-ci ne sont pas les mêmes selon que l'on considère les plans de retraite à cotisations définies ou à prestations définies.

La politique de placement des plans à cotisations définies aux Etats-Unis se caractérise par la part considérable des investissements en actions, qui représentent les trois quarts des actifs détenus. Une telle préférence pour les actions traduit une faible aversion au risque de la part des gestionnaires de ces fonds, et peut-être aussi de la part des ménages américains. Mais elle peut également traduire une sorte d'aveuglement face à la progression, apparemment sans limite, des cours boursiers à la fin des années 1990.

Les risques sont encore accrus lorsqu'une forte proportion de l'épargne est placée en titres de l'employeur (actionnariat salarié).

Ainsi, les 12 000 salariés d'Enron participant au plan de retraite de leur entreprise ont perdu une bonne partie de leurs économies suite à la faillite de la compagnie. Plus de 57 % des actifs détenus par le fonds de retraite étaient investis en actions maison. De manière générale, outre-Atlantique, 19 % des actifs des plans d'entreprises à contributions définies (401 k) sont investis en actions émises par l'employeur. Cette proportion est beaucoup plus importante chez certains grands groupes : 94 % chez Procter & Gamble, 85 % chez Pfizer, 81 % chez Coca-Cola, pour retenir quelques exemples.

Les fonds de pension à prestations définies se sont aussi révélés vulnérables à la chute des cours boursiers. Lors de la phase de hausse spectaculaire des cours, jusqu'en mars 2000, les fonds à prestations définies ont vu les flux nouveaux capitalisés se tarir face à la hausse automatique des encours d'actifs due aux revalorisations significatives des actifs déjà détenus. On parlait à l'époque de sur-capitalisation des fonds, qui justifiait une diminution des flux nouveaux capitalisés. Avec la baisse des cours intervenue depuis lors, des sous-capitalisations importantes sont apparues. Les entreprises doivent aujourd'hui provisionner pour recapitaliser leurs fonds de pension, après des années de faibles flux de placements nouveaux. Ces provisions pèsent sur leurs résultats économiques et donc sur leurs

capacités de financement de l'investissement. Les entreprises américaines ont cependant pu assumer jusqu'à présent cet effort de recapitalisation, de sorte que les salariés n'ont pas été affectés directement par ces événements.

La compréhension de ces risques conduit à formuler des recommandations afin de tenter de les réduire.

B. PRINCIPES DEVANT GUIDER LA RÉGULATION DES « FONDS DE PENSION À LA FRANÇAISE »

Sans entrer dans trop de détails techniques, quelques principes de bon sens devraient être appliqués pour encadrer l'activité des fonds de pension dans notre pays. L'enjeu que représente la sécurisation des placements effectués en vue de la retraite justifie un encadrement de l'activité de ces fonds plus rigoureux que celui applicable aux autres investisseurs institutionnels.

1. Allonger la durée des mandats de gestion

Confier l'épargne d'un fonds à un gestionnaire extérieur peut être un utile instrument de diversification des placements et donc de diffusion du risque. Cette pratique ne doit donc pas être interdite, mais la loi pourrait imposer une durée minimale pour les mandats de gestion. Quatre ans paraissent être une durée appropriée.

2. Imposer une diversification des placements

La directive relative aux fonds de pension adoptée par le Conseil des ministres de l'Union européenne le 13 mai 2003 définit quelques principes devant guider la politique d'investissement des fonds. Les fonds doivent gérer l'épargne qui leur est confiée conformément au principe du « bon père de famille », c'est-à-dire de manière prudente et avisée. En application de ce principe, les actifs doivent faire l'objet d'une large diversification afin d'assurer la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité du portefeuille. La directive fixe quelques normes devant s'appliquer à tous les pays de la Communauté :

- un fonds ne pourra placer plus de 70 % de ses actifs sous forme d'actions et d'obligations d'entreprises cotées ;
- il ne pourra placer plus de 30 % de ses actifs en devises étrangères (afin de limiter le risque de change) ;
- il ne pourra non plus investir plus de 5 % de ses actifs dans les titres de son entreprise affiliée (afin de parer aux risques inhérents à l'actionnariat salarié).

Il appartient aux Etats membres de définir des règles plus détaillées de diversification des placements. Il convient de jouer sur toute la palette des produits financiers disponibles. Mais il devrait être possible de tenir compte aussi de la qualité des actifs détenus : le risque encouru n'est pas le même selon qu'un fonds détient des actions d'entreprises cotées mal notées, ou des actions d'entreprises bénéficiant de la meilleure notation par les agences financières. La même observation vaut pour la dette souveraine des Etats, qui ne présentent pas tous les mêmes garanties.

3. Garantir la transparence de l'information pour l'épargnant

Les épargnants doivent pouvoir choisir, en toute connaissance de cause, des produits présentant différents degrés de risque et de rendement. Pour éviter une prise de risque excessive et des offres abusives, on peut envisager que le pouvoir réglementaire fixe un plafond aux rendements proposés. Les épargnants doivent pouvoir bénéficier de simulations sur leur rente future, et d'informations sur le capital accumulé.

Ils doivent aussi pouvoir connaître les règles de gestion et la situation financière de l'institution à laquelle ils confient leur épargne.

Le projet de loi sur la sécurité financière, actuellement en cours de discussion au Parlement, propose de renforcer les obligations de transparence des entreprises : meilleure information de l'assemblée générale sur les travaux du conseil d'administration, plus grande transparence dans les relations avec les commissaires aux comptes, obligation pour les entreprises faisant appel public à l'épargne de rendre publiques les transactions effectuées par ses mandataires sociaux, ou leurs proches, sur les titres de la société, suppression de l'agrément préalable des associations d'investisseurs qui peuvent agir en justice au nom de leurs membres. Une autorité administrative indépendante renforcée, l'Autorité des marchés financiers, assurera le respect des règles en vigueur.

Il est également proposé de renforcer la protection des consommateurs face au démarchage financier, notamment en interdisant de proposer, par cette voie, des produits trop risqués, et en veillant à l'honorabilité et à la compétence des démarcheurs.

Aux Etats-Unis, la loi Sarbanes-Oxley, adoptée en juillet 2002, va dans la même direction. Elle impose aux entreprises de rendre publiques de nouvelles informations comptables. Elle renforce les mécanismes de contrôle internes et externes des entreprises, et s'efforce d'améliorer l'indépendance des commissaires aux comptes. Elle agrave les sanctions applicables en cas de fraude et d'irrégularités.

4. Assurer la stabilité des versements pour les fonds à prestations définies

Pour éviter une sous-capitalisation de ces fonds, il convient d'imposer une certaine stabilité des versements, afin de dissocier leur montant de l'évolution du prix des actifs.

5. Assurer la portabilité des plans de retraite capitalisés entre entreprises

Cette exigence est fondamentale dans une économie où la mobilité des travailleurs est de plus en plus courante. Cette exigence est d'ailleurs bien prise en compte par les propositions législatives formulées jusqu'ici. Cela suppose une certaine homogénéité des règles applicables, qui peut être atteinte par la loi ou par la négociation collective.

*

* *

Le succès d'une forme de retraite par capitalisation en France est certainement la clé d'un développement supplémentaire de l'épargne en actions. Non sans quelque paradoxe, le succès de la retraite par répartition dépendra beaucoup de la qualité de la sécurisation apportée à ces placements, qui peut passer justement par une limitation de la part allouée aux actions dans les stratégies d'investissement.

CONCLUSION

Les comportements de placement des ménages français ont évolué depuis une vingtaine d'années, et traduisent un intérêt croissant pour l'épargne financière, et en particulier pour l'épargne en actions. Les épargnants ont toutefois vu la valeur de leur patrimoine financier décliner depuis trois ans, suite à la chute des cours de Bourse. Cette situation est de nature à faire naître une nouvelle défiance vis-à-vis des placements en actions chez certains ménages.

La Délégation pour la planification a souhaité intervenir dans le débat public pour souligner qu'une telle réaction serait doublement inappropriée. Inappropriée parce qu'elle ignorerait le fait, peu contesté, de la supériorité du rendement des actions sur tout autre placement financier. Inappropriée, ensuite, parce que le repli sur des titres à rendement fixe, type bons du Trésor, priverait les entreprises françaises de précieux financements, et aurait donc, selon toute vraisemblance, un impact négatif sur la croissance économique.

Le rapport passe en revue les différents outils, fiscaux et sociaux notamment, qu'il est possible de mobiliser pour soutenir l'épargne en actions. La complexité de la fiscalité de l'épargne rend délicat un bilan d'ensemble de ses effets incitatifs ou désincitatifs. Une évaluation plus poussée des effets de la politique fiscale en la matière serait certainement utile. L'évolution de notre fiscalité de l'épargne doit, en tous les cas, être guidée par deux principes : encourager la détention de titres de fonds propres plutôt que de titres de dettes, et favoriser les engagements d'épargne de longue durée.

Le développement des plans d'entreprise, et des plans apparentés, a contribué, de manière sensible, à orienter l'épargne salariale vers les placements en actions. L'épargne salariale se révèle en particulier être un important vecteur de l'actionnariat salarié. Une partie des sommes versées par les entreprises au titre de la participation ou de l'intéressement leur reviennent ainsi sous forme de titres de fonds propres.

Les privatisations ont offert l'occasion, que les Gouvernements ont su saisir en 1986 et 1993, d'encourager l'actionnariat populaire et salarié. Des millions de souscripteurs ont acquis des titres de sociétés privatisées. Seule une partie d'entre eux sont toutefois devenus des actionnaires durables de ces sociétés, et des investisseurs réguliers en Bourse. Les privatisations et ouvertures de capital à venir devraient être mises à profit pour encourager, à nouveau, les épargnants individuels à acheter des actions.

Enfin, le développement de l'épargne retraite représente sans doute la prochaine étape susceptible d'augmenter, en France, l'épargne en actions des ménages. Le projet de loi du Gouvernement portant réforme des retraites s'engage dans cette direction. Le succès de «fonds de pension à la française» est cependant conditionné à la mise en place des régulations adaptées, qui sécurisent les placements des épargnants. Ces régulations impliquent notamment : des obligations de transparence et d'information des épargnants ; une réduction des risques par la diversification des placements ; une garantie de la portabilité des droits acquis en cas de changement d'employeur.

A ces conditions, un nouveau développement de l'épargne en actions pourra être obtenu.

PRINCIPALES OBSERVATIONS ET RECOMMANDATIONS DU RAPPORT

Observations :

- L'épargne financière occupe une place importante (44 % du total) et croissante dans le patrimoine des ménages.
- Cette augmentation s'explique, principalement, par la hausse de la part des actions dans le patrimoine des ménages.
- 60 % des actions détenues par les ménages sont non cotées, mais cette part est en déclin.
- La détention directe représente 65 % de la détention d'actions par les ménages français ; mais la part de détention intermédiaire (*via* des investisseurs institutionnels) progresse.
- La France se situe, du point de vue de la détention d'actions par les ménages, à un niveau comparable à celui de ses grands partenaires de la zone euro. 23% des ménages français possèdent des actions.
- La raison essentielle de l'écart, en matière de détention d'actions, entre ménages français et ménages anglo-saxons réside dans des choix différents d'organisation des systèmes de retraite.
- La détention d'actions est très concentrée : 1 % des ménages détient 50 % des actions.
- Les actifs en fin de carrière, diplômés, disposant d'un important patrimoine financier, représentent le profil-type du détenteur d'actions français.

Conclusions :

- Une plus grande diffusion des placements en actions serait un facteur d'optimisation de l'allocation de l'épargne des ménages ; les placements en actions sont en effet les plus rentables à long terme.
- Orienter l'épargne des ménages vers les actions facilite le financement de l'investissement des entreprises, et est donc favorable à la croissance.
- Les marchés d'actions sont cependant instables ; une détention de longue durée permet de réduire les risques en lissant les fluctuations de marché, mais ne dispense pas d'une régulation adaptée pour éviter que l'instabilité ne s'étende à l'économie réelle.

Recommandations :

- Réformer la fiscalité de l'épargne afin d'encourager la détention d'actions et non la détention d'actifs sans risque, et favoriser les engagements d'épargne durable.

- Evaluer les effets incitatifs des multiples régimes fiscaux dérogatoires mis en place pour inciter à la détention d'actions.
- Mettre à profit les prochaines privatisations et ouvertures de capital d'entreprises publiques pour développer l'actionnariat populaire et salarié.
- Réformer la fiscalité des stock-options afin d'inciter à une plus large diffusion des options parmi les salariés des entreprises, et une détention durable des actions.
- Veiller à ce que les encours des Fonds communs de placement d'entreprises (FCPE) ne soient pas investis de manière excessive en titres de l'entreprise employeur, et imposer, si nécessaire, un plafond.
- Soutenir la création des Fonds d'investissement de proximité (FIP), proposée dans le cadre de la loi sur l'initiative économique.
- Créer des fonds d'épargne retraite, s'inspirant des propositions parlementaires formulées jusqu'ici. Une part importante des sommes collectées devrait être placée en actions.
- Sécuriser cette épargne retraite par une régulation adaptée : exigences d'informations et de transparence, obligation de diversification des placements, garantie de « portabilité » des droits acquis entre différents employeurs.

ANNEXES

- **Annexe n° 1 :** Compte rendu de la réunion de la Délégation du 1^{er} avril 2003 (auditions).
- **Annexe n° 2 :** Examen du rapport par la Délégation.
- **Annexe n° 3 :** Etude du BIPE, « *Radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France* », par A. Babeau et M. Boutillier.
- **Annexe n° 4 :** Etude du BIPE, « *Les comportements financiers des ménages résidant en France, 1995-2001* », par A. Babeau et U. Clerwall.
- **Annexe n° 5 :** Etude du BIPE, « *La montée en puissance des investisseurs institutionnels : implications réglementaires* », par C. Blesson et U. Clerwall.

ANNEXE N° 1 :

COMPTE RENDU DE LA RÉUNION DE LA DÉLÉGATION DU 1^{ER} AVRIL 2003 (AUDITIONS)

Mardi 1er avril 2003 - Présidence de M. Joël Bourdin, président.

Diffusion des actions dans le patrimoine des ménages, et fonctionnement des marchés d'actions – Auditions.

La Délégation pour la planification a procédé à l'audition de :

- **M. Olivier Garnier, directeur de la stratégie et de la recherche économique à la Société Générale Asset Management**, auteur du rapport du commissariat général du Plan : « La place des actions dans le patrimoine des ménages. Mesure et comparaisons internationales » ;
- **M. Dominique Plihon, professeur d'économie à l'Université Paris XIII**, auteur du rapport du commissariat général du Plan : « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance » ;
- **M. Gérard Rameix, directeur général de la Commission des opérations de bourse** ;
- **M. Elie Girard, chargé de mission au bureau des projections économiques d'ensemble de la direction de la Prévision du ministère de l'économie, des finances et de l'industrie**.

Après avoir introduit la séance, **M. Joël Bourdin, président de la délégation**, a donné la parole à **M. Olivier Garnier, directeur de la stratégie et de la recherche au Crédit agricole Asset Management**, pour présenter les principales conclusions du rapport relatif à la place des actions dans le patrimoine des ménages.

M. Olivier Garnier a d'abord exposé quelle était la place des actions dans le patrimoine financier des ménages français. Le poids des actions dans le patrimoine des ménages tend à croître depuis une vingtaine d'années : ces valeurs représentaient 10 % de leur patrimoine financier en 1982, 20 % en 2002. Ce chiffre place la France dans la moyenne européenne. Le développement de l'épargne en actions est relativement récent dans notre pays, puisqu'il a pris son essor dans la deuxième moitié des années 1990. Auparavant, les ménages ont longtemps privilégié les placements sous forme de SICAV monétaires, ou dans l'assurance-vie.

La majorité (60 %) des actions détenues par les ménages ne sont pas cotées en bourse. Plus du tiers (35 %) des actions possédées par les ménages sont détenues de manière indirecte, c'est-à-dire via des OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) ou via des fonds communs de placement. Aux Etats-Unis, 47 % des actions possédées par les ménages sont détenues de manière indirecte, ce qui traduit le poids important des fonds de pension dans ce pays.

Si l'on rapporte les actions des ménages au PIB, un écart très important apparaît entre les Etats-Unis et la France. Les actions des ménages représentaient, fin 2002, 84 % du PIB aux Etats-Unis, contre 32 % en France. Ce ratio est cependant très dépendant d'effets de valorisation, c'est-à-dire du niveau des cours de bourse. Fin 1999, ce même ratio s'élevait aux Etats-Unis à 180 points de PIB. Entre fin 1999 et fin 2000, la perte de valeur des actions possédées par les ménages américains a donc avoisiné les 100 points de PIB, soit une perte de l'ordre de 10 000 milliards de dollars.

La capitalisation boursière est, en pourcentage du PIB, plus faible en France qu'aux Etats-Unis. Cela tient en grande partie à des différences de structure économique, notamment au poids plus important du secteur public et du secteur mutualiste dans notre pays.

M. Olivier Garnier est ensuite passé à la deuxième partie de son exposé, qui lui a permis de présenter la diffusion des actions parmi les ménages français. Seuls 23 % des ménages français possèdent des actions, directement ou indirectement. Ce chiffre est de 50 % aux Etats-Unis. Les ménages français ont tendance à privilégier l'épargne en assurance-vie ou dans des livrets d'épargne réglementés.

La détention d'actions est très concentrée. 90 % des ménages français possèdent 14 % des actions. Les actions non cotées sont détenues par 2 % des ménages. Le même phénomène de concentration est observé aux Etats-Unis : 90 % des ménages américains détiennent 18 % des actions. Mais les gros détenteurs d'actions aux Etats-Unis possèdent beaucoup plus d'actions que les actionnaires français, ce qui explique que le nombre total d'actions détenues par les ménages soit plus important outre-Atlantique que dans notre pays.

M. Olivier Garnier a achevé son intervention en soulignant que les ménages auraient intérêt à diversifier leurs placements, en achetant davantage d'actions. Les actions sont certes plus risquées que d'autres placements, mais présentent une rentabilité supérieure à long terme.

M. Joël Bourdin, président, a remercié M. Olivier Garnier pour son exposé, puis a donné la parole à **M. Dominique Plihon, professeur d'économie à l'Université Paris Nord**, pour présenter le rapport du commissariat général du Plan consacré aux évolutions du marché boursier dans la période récente et à leur impact sur le régime de croissance économique.

M. Dominique Plihon a d'abord présenté la thèse centrale du rapport : les dernières évolutions boursières présenteraient une grande spécificité par rapport aux évolutions antérieures en raison d'un changement de notre régime de croissance. Le régime de croissance dans lequel nous serions entrés se caractériserait par le développement et la libéralisation des marchés financiers et par des mutations technologiques, manifestes dans le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC).

L'interprétation donnée par le rapport des évolutions boursières de ces dernières années s'inscrit dans un cadre théorique keynésien.

A partir de 1997, les valorisations boursières ont atteint des niveaux exceptionnellement élevés au regard des niveaux historiques. Pourtant, le rendement total des actions (qui prend en compte les dividendes versés et les plus-values réalisées sur les actions) n'a pas connu d'amélioration significative. La hausse considérable des cours de bourse s'expliquerait donc essentiellement par des comportements moutonniers ou mimétiques, déjà analysés par Keynes dans sa « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie » (1936). À ces phénomènes mimétiques s'est cependant ajouté un facteur réel, qui a encouragé les anticipations optimistes des agents, à savoir la baisse sensible des taux d'intérêt, qui a dopé les résultats des entreprises. La baisse des taux a permis à la rentabilité financière des entreprises (rentabilité des fonds propres) de progresser plus vite que leur rentabilité économique (assimilée au résultat d'exploitation). Sur longue période, la rentabilité économique des entreprises françaises a décliné jusqu'en 1982, puis s'est redressée du fait d'un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux profits, avant de connaître une phase de stabilité dans la deuxième moitié des années 1990.

M. Dominique Plihon a ensuite évoqué les conséquences de l'éclatement de la bulle boursière. Les entreprises sont les agents économiques les plus affectés par la chute des cours. La baisse des cours conduit en effet à une dégradation sensible du bilan des entreprises cotées. Une part importante des fonds propres des entreprises est constituée d'actifs intangibles ou « goodwill ». Si le « goodwill » correspond pour partie à des actifs du type marque ou fonds de commerce, il recouvre aussi des « écarts d'acquisition » qui représentent des inscriptions comptables nécessitées par l'écart entre la valeur d'acquisition des titres d'une entreprise et leur valeur actuelle. La chute des cours de bourse conduit à une dépréciation considérable du goodwill qui, comptablement, diminue les capitaux propres des entreprises, et pèse sur leurs résultats. La baisse des cours boursiers dégrade les résultats financiers des entreprises, ce qui alimente une baisse supplémentaire des cours. Il est donc probable que l'ajustement des cours, à la baisse, ne soit pas achevé.

La dégradation du bilan des entreprises conduit, à son tour, à un durcissement des conditions de crédit qui leur sont offertes par les banques. Les entreprises qui le peuvent sont également tentées d'augmenter les dividendes versés à leurs actionnaires, pour compenser les moins-values importantes subies par ces derniers. Elles procèdent aussi à des dépréciations d'actifs pour assainir leurs bilans. Tous ces éléments concourent à diminuer les liquidités disponibles pour les entreprises. Celles qui sont le plus endettées sont même menacées d'insolvabilité.

Cette dégradation de la situation financière des entreprises pèse sur leurs investissements, qu'elles ont désormais du mal à financer. La faiblesse de l'investissement explique le rythme très modéré de la croissance, et peut faire craindre que la France soit engagée dans un scénario de croissance durablement ralenti.

La cause principale du ralentissement actuel de la croissance ne serait donc pas d'éventuels effets de richesse négatifs supportés par les ménages, mais plutôt les difficultés financières des entreprises suivant leurs investissements.

M. Dominique Plihon a terminé son intervention par quelques notes personnelles, relatives aux mesures de politique économique qu'il conviendrait d'adopter pour relancer l'activité. Vu que les taux d'intérêt ont déjà atteint un très bas niveau, l'effort devrait davantage porter sur une initiative de relance budgétaire, coordonnée à l'échelle européenne, qui soutiendrait l'investissement des entreprises, notamment dans le secteur des nouvelles technologies.

M. Serge Lepeltier, sénateur, a alors pris la parole pour s'inquiéter des faibles marges de manœuvre de politique économique dont nous disposons pour lutter contre le ralentissement de la croissance. Il a demandé quelle hausse des dépenses publiques devrait être consentie pour relancer l'activité.

M. Dominique Plihon a répondu que la hausse de la dépense publique pouvait rester modérée, à condition d'être bien orientée vers l'investissement productif, principalement dans le secteur des nouvelles technologies et a estimé que, sans une politique budgétaire active, il n'était pas impossible que l'Europe, voire le reste du monde, s'acheminent vers un scénario de déflation à la japonaise, avec situation de trappe à liquidités.

M. Olivier Garnier a, quant à lui, souligné que les marges de manœuvre de la politique monétaire étaient plus importantes en Europe qu'aux Etats-Unis, et que nous disposions encore de moyens d'éviter la déflation. La baisse des taux n'a que peu profité aux entreprises, car les banques, craignant des défaillances d'entreprises, ne l'ont pas entièrement répercutée sur leurs clients.

M. Jean Arthuis, président de la Commission des Finances, a alors exprimé ses interrogations concernant la politique économique à adopter pour soutenir l'activité. Il a rappelé que la situation des finances publiques nationales était déjà fort dégradée, et qu'il n'y avait pas de mécanisme efficace de coordination des politiques budgétaires en Europe.

Suite à ces échanges, **M. Joël Bourdin, président**, a demandé à **M. Gérard Rameix, directeur général de la Commission des opérations de bourse**, de faire part de ses commentaires, dans le prolongement de la présentation des deux rapports publiés par le commissariat général du Plan.

M. Gérard Rameix a souligné d'emblée la qualité du rapport réalisé par le groupe de travail présidé par M. Olivier Garnier, en particulier en ce qu'il montre qu'il n'y a pas véritablement de « retard français » en matière de détention d'actions par les ménages, puisque la France se situe dans la moyenne européenne, et met également en évidence l'importance de l'épargne salariale dans notre pays.

Il a ensuite exprimé la crainte que la chute des cours de bourse, associée à certains scandales, ne détourne durablement les ménages des actions, et ne serve d'argument contre les fonds de pension.

S'étant dit en accord avec l'essentiel des analyses développées par M. Dominique Plihon, il lui a toutefois reproché d'être excessivement pessimiste dans son analyse des conséquences de l'éclatement de la bulle boursière, considérant, en effet, que l'assainissement était largement achevé. Les problèmes de dépréciation de « goodwill » sont très concentrés sur quelques entreprises du CAC 40, et les risques de déflation seraient donc modestes.

Il a remarqué que l'ampleur des rachats d'actions opérés par les entreprises, depuis quelques années, attestait que les sociétés disposent d'importantes liquidités. Sur ce point, l'année 2001 fut une année record avec 22 milliards d'euros d'actions rachetées sur le marché, entraînant, cette année-là, un retrait net d'actions. 11 milliards d'euros d'actions ont été à nouveau rachetées en 2002.

M. Jean Arthuis, président de la Commission des Finances, est alors intervenu pour s'inquiéter de l'ampleur de ces rachats d'actions, estimant que les rachats d'actions montraient que les chefs d'entreprise ne savent pas comment utiliser leur capital à des fins productives. Il s'est dit également préoccupé par la situation du secteur de l'assurance, affecté par l'évolution des marchés dérivés.

M. Gérard Rameix ayant indiqué que la COB ne disposait que de peu d'informations sur l'évolution des marchés dérivés, et sur la situation des compagnies d'assurances, il a estimé que le rôle de régulateur devait être plutôt d'encourager les acteurs à ne pas augmenter la volatilité des marchés, en recourant à des opérations financières potentiellement très déstabilisantes.

M. Dominique Plihon a estimé que la vague de rachats d'actions par les entreprises prouvait que celles-ci n'avaient que peu d'opportunités d'investissements rentables et optaient pour des opérations susceptibles d'augmenter la rentabilité de leurs fonds propres.

M. Olivier Garnier est alors intervenu pour rappeler que nombre d'entreprises américaines s'étaient endettées, dans la seconde moitié des années 1990, pour racheter leurs propres actions.

M. Joël Bourdin, président, a ensuite demandé à **M. Elie Girard, chargé de mission à la direction de la Prévision**, de réagir à son tour aux conclusions exprimées dans les deux rapports.

M. Elie Girard a dit voir dans le rapport présenté par M. Dominique Plihon une des rares réflexions de fond menées sur les turbulences économiques récentes, et a rappelé les principaux enseignements de cette étude. Il a exprimé ensuite quelques interrogations. Il a d'abord relevé qu'il n'y avait pas eu d'amélioration sensible de la productivité globale des facteurs dans la dernière décennie, ce qui relativise l'impact des changements technologiques observés, les conséquences du développement de la finance de marché semblant plus importantes que celles des changements technologiques.

Il a également discuté les analyses de M. Dominique Plihon relatives au niveau d'endettement des entreprises. Les difficultés financières des entreprises françaises ne seraient pas seulement une conséquence de la chute des cours boursiers, mais résulteraient aussi d'un endettement excessif ces dernières années.

Il a enfin regretté que le rapport Plihon n'examine pas plus en détail les conséquences du krach boursier sur les entreprises du secteur de l'assurance et de la réassurance.

M. Joël Bourdin, président, a procédé à un dernier tour de table pour permettre aux intervenants de présenter leur conclusion.

M. Gérard Rameix s'est interrogé sur ce que devrait être le rôle d'un régulateur boursier : doit-il s'efforcer de décrypter les conventions de marché, pour tenter ensuite d'orienter l'évolution des cours, ou doit-il se contenter de veiller au respect des règles juridiques assurant le bon fonctionnement du marché ? Il lui paraît irréaliste d'imaginer qu'un régulateur puisse décrypter, en temps réel, les cours boursiers, et prétendre ensuite influencer le marché par ses seuls commentaires.

M. Dominique Plihon a indiqué souhaiter que l'organisme de régulation rende publiques ses analyses, même imparfaites, afin d'ancrer les anticipations des acteurs sur une analyse réaliste du marché.

Après ces dernières remarques, **M. Joël Bourdin, président**, a conclu la séance, et remercié les personnes auditionnées d'avoir participé aux travaux de la délégation.

ANNEXE N° 2 :

EXAMEN DU RAPPORT PAR LA DÉLÉGATION

Mardi 24 juin 2003 - Présidence de M. Joël Bourdin, président.

Epargne – Epargne en actions des ménages – Examen du rapport.

La délégation pour la planification a procédé à l'examen d'un rapport de **M. Joël Bourdin, président, relatif à l'épargne en actions des ménages.**

M. Joël Bourdin, président, a d'abord présenté un panorama de la détention d'actions par les ménages français. Il apparaît que la part des actions dans le patrimoine des ménages est en progression depuis une vingtaine d'années, sans toutefois atteindre les niveaux observés dans les pays anglo-saxons. 23 % des ménages français sont aujourd'hui détenteurs d'actions, selon les données les plus récentes. La détention d'actions reste cependant très concentrée, puisque 1 % des ménages détiennent 50 % des actions.

Les ménages détiennent des actions en direct, ou de manière indirecte, via des intermédiaires financiers, tels que les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable), ou les Fonds communs de placement (FCP). La détention directe est actuellement dominante, sous l'effet de la prépondérance des actions non cotées, mais sa part est en déclin. La gestion directe d'un portefeuille d'actions représente en effet un coût pour les ménages, d'où une tendance à la déléguer à des intermédiaires financiers.

Actions cotées et non cotées doivent être également distinguées. 60 % des actions détenues par les ménages aujourd'hui sont des actions non cotées ; cependant, la proportion d'actions cotées progresse : de plus en plus d'entreprises choisissent d'être cotées en Bourse, et les ménages sont plus enclins que par le passé à se tourner vers les marchés financiers.

M. Joël Bourdin, président, a ensuite exposé quels éléments expliquaient cette progression de la détention d'actions parmi les ménages. En 1986, comme en 1993, les Gouvernements ont saisi l'occasion des privatisations pour encourager l'actionnariat populaire et salarié. Les privatisations ont amené des millions d'épargnants à acquérir des actions. Toutefois, seule une partie d'entre eux ont conservé leurs actions de manière durable, et sont devenus des investisseurs réguliers en actions.

L'épargne salariale, héritage d'une longue tradition gaulliste de participation, s'est bien développée en France. Sous l'impulsion des pouvoirs publics, elle s'oriente, de manière croissante, vers les placements en actions. La réforme des Plans d'épargne d'entreprise, survenue en 1986, a contribué à cette évolution, confortée par la création, en 2001, des Plans partenariaux d'épargne salariale volontaire, et des Plans d'épargne interentreprises. L'épargne salariale se révèle être un important vecteur de l'actionnariat salarié. L'actionnariat salarié est un facteur de cohésion dans l'entreprise, mais présente l'inconvénient de conduire, éventuellement, à une excessive concentration des risques, comme l'illustre, aux Etats-Unis, l'exemple de la faillite de la société ENRON.

Le Gouvernement proposant, dans le cadre de la réforme des retraites, de créer, prochainement, des Plans d'épargne retraite, **M. Joël Bourdin, président**, a souligné que cette initiative était de nature à encourager l'épargne en actions, qui se révèle être, à long terme, le placement le plus rentable. Toutefois, le succès de telles formules est subordonné à la mise en oeuvre de régulations adaptées, qui assurent la sécurité des placements des épargnants.

M. Joël Bourdin, président, a terminé son intervention en évoquant le rôle de la fiscalité de l'épargne. Le système fiscal français est peu incitatif à la détention d'actions. Il encourage encore trop la détention d'actifs peu risqués, comme les obligations. Or, les actions participent de manière déterminante au financement des entreprises. Accroître l'épargne en actions facilite le financement de leurs investissements, et est donc facteur de croissance.

M. Gérard Bailly a alors demandé quels étaient les pays où l'épargne en actions était la plus développée.

M. Joël Bourdin a répondu que ce sont, sans conteste, les Etats-Unis qui connaissent l'épargne en actions la plus élevée, en raison notamment de la place qu'occupent, dans ce pays, les fonds de pension. Près de la moitié des ménages américains détiennent des actions, et celles-ci représentent une part importante de leur patrimoine financier. Les ménages américains épargnent, dans l'ensemble, assez peu, mais placent une forte proportion de leur épargne en actions.

M. Marcel Lesbros a indiqué qu'il ne fallait pas être trop préoccupé par le niveau aujourd'hui élevé de l'épargne des ménages : au cours du vingtième siècle, c'est en effet l'épargne qui a fait la richesse de la France. Il est revenu ensuite sur l'importance du thème de l'association capital-travail, qui fut au cœur des réflexions du général de Gaulle dans les années 1960. Les salariés sont de plus en plus désireux de placer une part de leur épargne en titres de leur entreprise. Ils ont ainsi le sentiment d'être davantage associés à la croissance de leur entreprise. Du point de vue de l'employeur, l'actionnariat salarié présente aussi un intérêt, dans la mesure où il est facteur de cohésion sociale. Bien que l'actionnariat salarié soit surtout développé dans les grandes sociétés, c'est dans les petites entreprises que les salariés peuvent le plus aisément faire entendre leur voix. **M. Marcel Lesbros** a conclu son intervention en indiquant que l'épargne en actions devait maintenant être développée en vue de la retraite.

M. Gérard Bailly a alors fait observer que le sujet de la retraite par capitalisation était encore un peu tabou dans notre pays, des échanges récents lui ayant montré que les Français n'avaient souvent pas conscience de la contribution que pouvait apporter l'épargne en actions au développement de l'économie nationale.

M. Joël Bourdin, président, a dit partager ce constat, qu'il a expliqué par la faiblesse de la culture économique des Français. Le taux d'épargne élevé des ménages devrait être un encouragement à des placements plus risqués. Ayant rappelé ensuite les difficultés auxquelles vont être confrontés les régimes de retraite par répartition, il a insisté en particulier sur le coût que va représenter, pour le budget de l'Etat, le paiement des retraites des fonctionnaires. Il s'est déclaré satisfait que le Gouvernement propose aujourd'hui d'aménager les Plans partenariaux d'épargne salariale volontaire, en autorisant une sortie en rente, de façon à en faire de véritables produits d'épargne retraite. D'inutiles polémiques avaient empêché que cette possibilité ne soit ouverte dès l'adoption du dispositif il y a deux ans.

La délégation a **adopté le rapport relatif à l'épargne en actions des ménages**.

ANNEXE N° 3 :

**ÉTUDE DU BIPE, « RADIOGRAPHIE DU PATRIMOINE FINANCIER DES
MÉNAGES RÉSIDANT EN FRANCE », PAR A. BABEAU ET M. BOUTILLIER**

ANNEXE N° 3

Radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France

**Etude pour le compte du Service d'études
économiques du Sénat**

Décembre 2002

L'Atrium
6, place Abel Gance
F92652 Boulogne Billancourt Cedex
Tél. : 33 (0)1 46 94 45 22
Fax : 33 (0)1 46 94 45 99
E-mail : contact@bipe.fr
www.bipe.com

© BIPE

Sommaire

RÉSUMÉ-CONCLUSION	144
UNE MÉTHODE ORIGINALE	144
UN INTÉRÊT ÉVIDENT	145
DES RÉSULTATS D'UNE GRANDE RICHESSE	145
PRÉAMBULE	154
1 LA NOMENCLATURE RETENUE ET LE CADRE MÉTHODOLOGIQUE DE L'ANALYSE	155
1.1 LES CONVENTIONS DE L'ANALYSE	155
1.1.1 LES FONDS PROPRES	156
1.1.2 LES PRODUITS DE TAUX	157
1.1.3 CRÉDITS ET CRÉANCES DIVERSES SUR LES AGENTS INTERNES NON FINANCIERS ET SUR LE « RE	
1.1.4 LES INTERMÉDIATIONS	158
1.2 LA SIGNIFICATION DE LA RECHERCHE DES « SUPPORTS FINALS »	159
2 LES PRINCIPAUX RÉSULTATS OBTENUS EN CE QUI CONCERNE LES « SUPPORTS FINALS » DES F	
2.1 LES SUPPORTS FINALS DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES	
 MÉNAGES	161
2.1.1 L'AFFECTATION « INITIALE » DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES	162
2.1.2 L'AFFECTATION INTERMÉDIAIRE DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES	164
2.1.3 L'AFFECTATION FINALE DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES	165
2.1.4 DE L'AFFECTATION INITIALE À L'AFFECTATION FINALE SUR L'ENSEMBLE DE LA PÉRIODE	166
2.2 LES « SUPPORTS FINALS » DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES	
 MÉNAGES	167
2.2.1 L'AFFECTATION « INITIALE » DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES	169
2.2.2 L'AFFECTATION « INTERMÉDIAIRE » DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES	170
2.2.3 .. L'AFFECTATION FINALE DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES	171
2.2.4 LES ANNÉES 2000 ET 2001, DE L'AFFECTATION INITIALE À L'AFFECTATION FINALE	173

3 ... ANNEXES : LES RÉSULTATS DE L'ANALYSE EN NOMENCLATURE DÉTAILLÉE175

3.1 TABLEAUX D'AFFECTATION DES FLUX.....175

3.2 TABLEAUX D'AFFECTATION DES EN COURS178

RÉSUMÉ-CONCLUSION

UNE MÉTHODE ORIGINALE

Cette recherche met en évidence les « supports finals » des flux et des encours d’actifs financiers des ménages résidant en France au cours de la période 1995-2001. Les intermédiaires financiers (sociétés d’assurance, banques, organismes de placements collectifs) sont considérés comme « transparents » et l’on rattache aux ménages leurs choix de placements. Ces choix effectués par les intermédiaires comportent à leur tour, au moins pour partie, le recours à...des intermédiaires qui eux-mêmes...et cela *usque ad infinitum*.

Finalement, trois sortes de « supports finals » de l’épargne des ménages sont mis en évidence :

- les produits de taux à échéances diverses émis par le secteur public ou le secteur privé, produits transitant très généralement par le marché ;
- les actions cotées et non cotées et toutes les autres formes de fonds propres (par rapport aux publications officielles, le BIPE présente ici une série corrigée de portefeuilles d’actions non cotées) ;
- des créances diverses (prêts, dépôts) sur les agents non financiers (entreprises non financières, ménages, APU), que ces agents soient situés en France où à l’étranger ; ces agents non financiers ne sont en aucun cas des intermédiaires et donc les créances à leur encontre doivent être considérées comme l’un des trois « supports finals » du patrimoine financier des ménages.

En revanche, le secteur « Reste du Monde » de la comptabilité nationale a lui-même été considéré comme « transparent » : son passif à l’égard des ménages résidant en France a ainsi été décomposé suivant que l’on affaire à des actions, à des emprunts et obligations ou à des créances sous forme de prêts. Les supports finals de l’épargne des ménages sont donc, dans cette recherche, au nombre de trois et de trois seulement.

Cette recherche comporte elle-même trois étapes. On part d’une affectation initiale qui n’est rien d’autre que la présentation fournie des comptes financiers des ménages par les TOF en flux et en encours, avec certains regroupements spécifiques entre postes de la nomenclature détaillée ; il existe donc au départ quatre « supports » du patrimoine financier des ménages : aux trois supports mentionnés ci-dessus, il faut en effet ajouter les « intermédiaires financiers » mentionnés plus haut. Le stade suivant de la « radiographie » correspond à une affectation intermédiaire en ce sens que deux sur trois seulement des intermédiaires – les sociétés d’assurance et les organismes de placements collectifs – sont considérés comme transparents. Cette étape présente l’avantage de permettre de mieux isoler, dans l’affectation finale - stade auquel tous les intermédiaires sont considérés comme transparents - l’influence tout à fait spécifique des banques et organismes assimilés sur les choix des supports finals de l’épargne.

UN INTÉRÊT ÉVIDENT

Le mode opératoire de cette recherche étant précisé, avant de résumer les principaux résultats obtenus, il faut probablement mettre en garde contre certaines interprétations infondées. En observant l'évolution de la part des fonds propres dans les « supports finals » des actifs financiers détenus par les ménages, on pourrait être tenté d'en faire un indicateur du risque qu'ils supportent. Cette interprétation ne serait évidemment pas correcte puisque, si les ménages ont préféré passer par des intermédiaires plutôt que de détenir directement des actions ou des obligations, c'est beaucoup précisément pour réduire le risque attaché à la détention directe de ces produits. De ce point de vue, on signalera, par exemple, que nous ne faisons pas ici de distinction, en matière d'assurance vie entre les supports à taux garanti dont le risque est porté par les sociétés et les supports en unités de compte dont le risque est porté par le souscripteur.

Mais si cette étude n'a pas pour but d'apprécier le véritable niveau de risque supporté par l'épargnant, elle permet de porter un jugement d'ensemble quant au rôle joué par les choix de placements et les évolutions des marchés dans le poids relatif pris, dans l'ensemble du patrimoine financier des ménages, par l'un des trois « supports finals » mentionnés ci-dessus. Les choix de placements en cause sont, bien sûr, en premier lieu, ceux des ménages eux-mêmes, mais aussi naturellement ceux des trois catégories d'intermédiaires distingués. Cela du côté de la demande ; mais, si l'on veut bien ne pas négliger non plus le rôle de l'offre, il est clair que les comportements d'émission des APU et les choix de financement des entreprises non financières ne sont pas neutres non plus en ce qui concerne la composition des « supports finals » de ce patrimoine. C'est donc, de proche en proche, l'ensemble des comportements financiers des agents (financiers et non financiers) que résume cette étude.

DES RÉSULTATS D'UNE GRANDE RICHESSE

Rapidement dit, à s'en tenir à la seule composition des encours, les résultats obtenus pour l'affectation finale des patrimoines financiers des ménages sont les suivants : en 1995, les « fonds propres » représentaient moins du cinquième du patrimoine financier des ménages ; ces « fonds propres » s'opposaient à 23% de « produits de taux » transitant par les marchés (emprunts publics, obligations) et à 58% de « prêts » sous des formes diverses à des agents non financiers. Fin 2000, point culminant de la période, les fonds propres atteignent 37% des « supports finals » du patrimoine financier des ménages, ce qui représente donc une très forte progression prise toute entière sur les « créances diverses sur les agents non financiers » dont la part tombe à 38% ; celle des produits de taux transitant par le marché a en effet plutôt eu tendance à croître quelque peu à près de 25%. En 2001, changement de décor, la part des fonds propres retombe au-dessous de 32%, celle des « créances diverses » rebondit à près de 42% et celle

des produits de taux repasse au-dessus de 16%. Mais il ne s'agit là que d'une vue très partielle des résultats obtenus.

Pour les flux (caractéristiques des choix de placements), comme pour les « encours » dont l'évolution dépend aussi de l'évolution des prix sur les marchés, on peut, pour un niveau donné d'affectation, parcourir les différentes années de la période étudiée ; mais, pour une année donnée, on peut aussi s'attacher aux changements observés lorsqu'on passe de l'affectation initiale à l'affectation intermédiaire et de cette dernière à l'affectation finale.

On comprend donc bien pourquoi l'interprétation des résultats obtenus est d'une grande richesse. Elle peut suivre l'une ou l'autre des deux dimensions principales de l'étude : celle du déroulement temporel entre 1995 et 2001 ; au cours de cette période, que livre l'analyse en « supports finals » de plus qu'une interprétation au premier degré des TOF dans la nomenclature officielle utilisée ? Ensuite, en un point donné du temps – par exemple, pour l'une des sept années de la période considérée – le passage de l'affectation initiale à l'affectation finale permet-elle de préciser le rôle dans les choix de placements des différents types d'intermédiaires utilisés par les ménages ?

En s'en tenant aux encours, on commencera par développer ce second type d'analyse, avant d'en venir au premier.

1. A tout moment, l'intermédiation accroît l'ouverture des placements des ménages sur les titres cotés français et étrangers et sur les créances sur les agents non financiers

Le passage de l'affectation initiale à l'affectation intermédiaire permet de mettre en relief le rôle en tant qu'intermédiaires des organismes de placements collectifs et des sociétés d'assurance.

La transparence des organismes de gestion collective et des sociétés d'assurance n'accroît pas la part des créances sur les agents non financiers : ce n'est pas en effet, en France, l'habitude des sociétés d'assurance de prêter directement aux entreprises et aux ménages. A ce stade, n'est pratiquement pas modifié non plus la part des actions non cotées, ni des autres participations : cela n'est pas surprenant, il ne s'agit pas de placements privilégiés par ces deux catégories d'intermédiaires. L'intermédiation des établissements de crédit s'accroît en revanche sensiblement pour autant que les sociétés de gestion collective et les sociétés d'assurance sont elles-mêmes des déposants auprès des établissements de crédit.

Mais les augmentations les plus spectaculaires concernent les titres cotés français et étrangers : la part des obligations françaises émises par les entreprises ou les APU est pratiquement décuplée ; il en est de même de la part des titres de taux émis à l'étranger : là encore, il n'y a pas réellement de surprise quand on sait notamment la part qu'occupent ces titres dans les portefeuilles des sociétés d'assurance. La part des actions cotées françaises est quant à elle, multipliée par un facteur de l'ordre de trois, cependant que la part des actions étrangères l'est par un facteur compris entre trois et quatre. Nul doute donc que le passage par ces deux catégories d'intermédiaires ne renforce considérablement la part des valeurs mobilières cotées et tout spécialement celle des valeurs étrangères.

Tableau 1 : De l'affectation initiale à l'affectation finale en 2001 (encours détaillés)

	Affectation initiale	Affectation finale	Affectation finale/ affectation initiale
Fonds propres	16,3	31,7	1,95
Actions cotées	3,2	10,3	3,2
Actions non cotées	8,9	12,0	1,4
Autres participations	3,1	4,0	1,3
Actions étrangères (RDM)	1,1	5,4	4,9
Produits de taux	1,8	26,4	14,7
Titres courts et longs émis par les sociétés non financières	0,3	4,7	15,7
Titres courts et longs émis par les APU	0,9	12,1	13,4
Titres courts et longs émis par le RDM	0,6	9,6	16,0
Crédits et créances diverses émis par les agents non financiers	7,1	41,8	5,9
Dépôts auprès des APU et du RDM	3,7	4,9	1,3
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU et RDM)	0,6	30,8	51,3

Radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France

Diverses créances sur les ménages, entreprises et APU	2,8	6,1	2,2
Intermédiaires	74,8	0,0	Ns
Etablissements de crédit	32,7		
OPCMV	10,0		
Sociétés d'assurance et fonds de pension	32,1		
Total	100,0	100,0	0,0

Le passage de l'affectation intermédiaire à l'affectation finale souligne le rôle joué par les établissements de crédit. Une façon simple de mettre en relief ce rôle consiste à partir des affectations initiales hors intermédiaires (le calcul de la composition en % du patrimoine se fait donc sur les trois supports « finals » : fonds propres, produits de taux et créances sur les agents non financiers) et à rapprocher cette structure de celle des affectations finales. C'est ce qui a été fait dans le tableau ci-dessous.

Tableau 2 : Influence des intermédiaires dans le poids relatif des affectations finales (en %)

	Affectations initiales (hors intermédiaires)	Affectations finales	en points de pourcentage
Fonds propres	64,7	31,7	-33,0
Produits de taux	7,1	26,4	+19,3
Créances sur les agents non financiers	28,2	41,8	+13,7
Total	100,0	100,0	0,0

L'influence positive la plus forte en 2001 s'exerce sur les produits de taux dont la part augmente de plus de 19 points : on reconnaît là le poids des sociétés d'assurance dont le portefeuille en France est encore composé à près des trois quarts d'emprunts et obligations. La seconde influence positive s'exerce sur le poids relatif des créances sur les agents non financiers : ce sont ici les banques et établissements assimilés qui sont en cause avec leurs actifs qui comprennent beaucoup de crédits accordés aux entreprises, aux APU ou aux ménages ou même à des agents localisés dans le RDM. En revanche, la part des fonds propres est en forte régression (+33 points) : les actions non cotées, en particulier, sont évidemment davantage détenues directement par les ménages que par les sociétés d'assurance, les banques ou les organismes de placements collectifs.

On aurait certes pu reprendre la même analyse pour toutes les années de la période concernée : le sens et l'amplitude des influences décelées ne seraient pas très différentes des résultats mis en relief pour 2001.

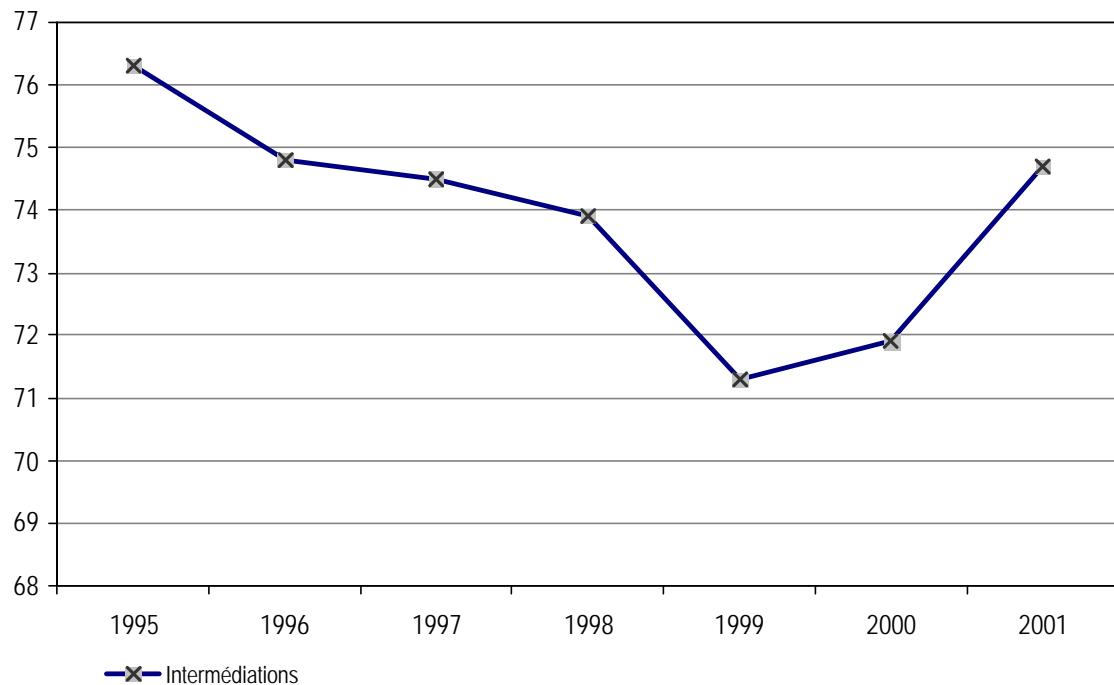
2 Sur la période, en ce qui concerne les actions et les créances sur les agents non financiers, les évolutions observées au niveau initial se retrouvent amplifiées dans l'affectation finale ; il n'en est pas de même pour les évolutions concernant les produits de taux

Dans l'affectation initiale des encours, la part des produits de fonds propres passe d'un peu plus de 11% en 1995 à 19% en 2000, soit une multiplication par un coefficient de 1,67. Dans les affectations finales, la croissance de cette part est de 19% à plus de 37% entre 1995 et 2000, soit une multiplication par un coefficient 1,96. Même amplification, mais cette fois en sens inverse, pour les créances sur les agents non financiers : leur part baisse d'environ un cinquième dans

l'affectation initiale entre 1995 et 2001, alors que cette baisse est très supérieure à un quart dans l'affectation finale.

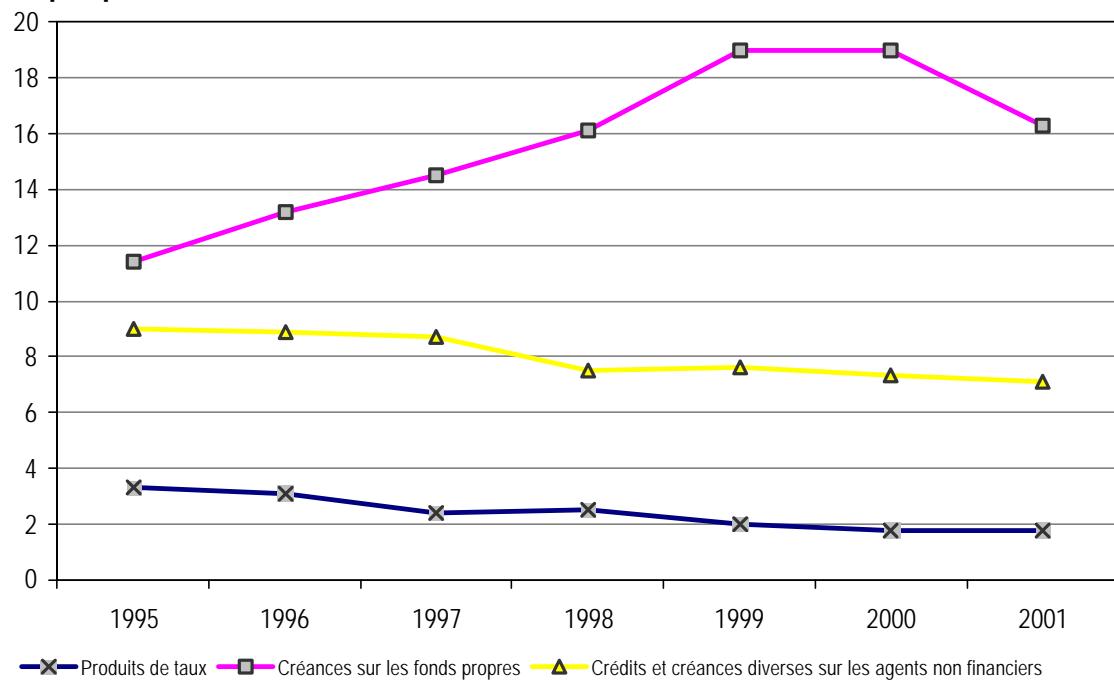
S'agissant au contraire des produits de taux, dans l'affectation initiale, un sensible reflux de plus de 3 à moins de 2% est observé entre 1995 et 2001, alors que dans l'affectation finale, c'est la stabilité autour de 25% qui prévaut au cours de la période.

Graphique 1.1a – Les intermédiations en % du total 1995-2001



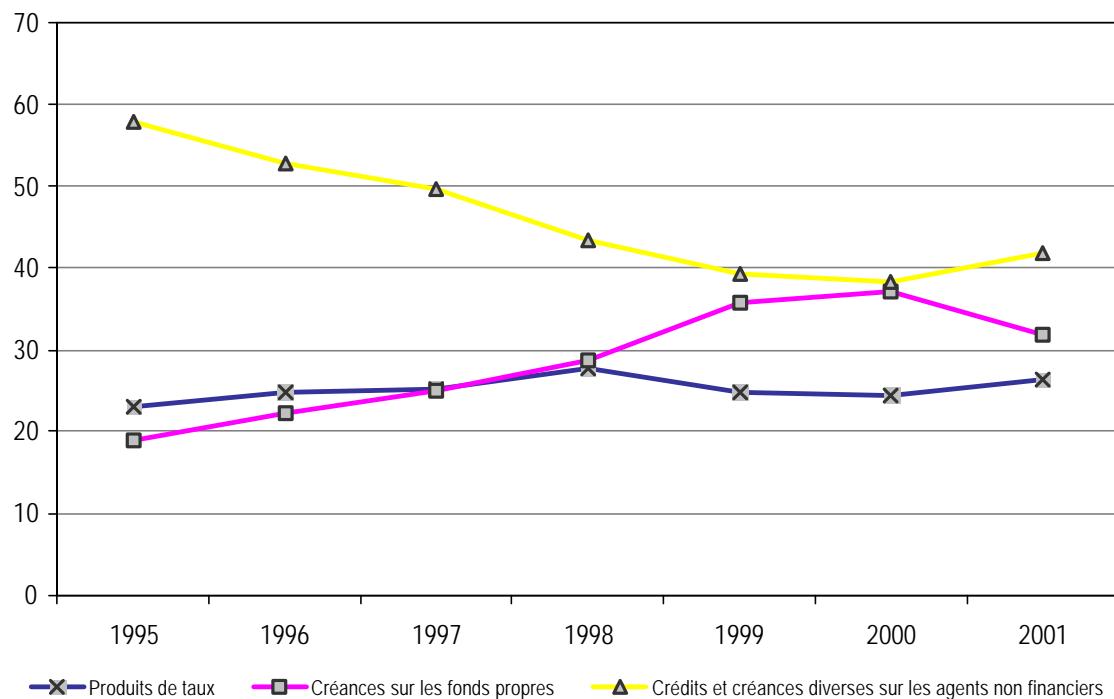
Ainsi donc au total, à **un moment donné du temps**, les choix d'actifs observés sur la composition des encours dans les affectations finales sont loin d'être homothétiques de ceux qu'on observait dans les affectations initiales : la « suppression » de l'intermédiation accroît certes, de façon mécanique, la part des trois « supports finals », mais elle les accroît dans des proportions variables ; en outre, **dans le temps**, les évolutions observées dans l'affectation initiale sont le plus souvent, soit amplifiées, soit contredites, par celles que l'on observe dans les affectations finales.

Graphique 1.1b – Affectation initiale en % du total 1995-2001



Tantôt, entre 1995 et 2001, les évolutions de l'affectation initiale sont donc amplifiées dans l'affectation finale, tantôt elles sont contredites. Sur les trois grandes catégories de produits retenues et pour la période étudiée, on n'a pas mis en évidence de cas de simple « reproduction » des évolutions des affectations initiales dans les affectations finales. Preuve, s'il en était besoin, de l'autonomie de choix d'actifs qui caractérise les trois catégories d'intermédiaires distinguées par rapport aux choix faits par les particuliers eux-mêmes.

Graphique 1.2 – Affectation finale, en %, 1995-2001



PRÉAMBULE

RECHERCHE SUR LES SUPPORTS FINALS DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

Il s'agit ici d'une approche très spécifique visant à mettre en évidence, au travers des différentes formes d'intermédiation, le « support final » des divers placements des ménages étant entendu que les trois grandes catégories de « supports finals » des placements sont :

- d'une part, des produits de fonds propres correspondant à des actions dans des entreprises sociétaires cotées ou non cotées ou d'autres participations dans des entreprises à responsabilité limitée ou non sociétaires.
- d'autres part, des produits de taux, à court, moyen et long terme, transitant le plus souvent par le marché ;
- enfin, des créances diverses sur des agents non financiers (entreprises, ménages, APU) qui ne peuvent donc en aucun cas être considérés comme des « intermédiaires financiers ».

Le terme de « radiographie » est assez évocateur : l'analyse n'est pas arrêtée par les « obstacles » que constituent les « intermédiaires » choisis par les ménages (intermédiaires bancaires, sociétés de gestion, sociétés d'assurance...etc.). Elle prend en compte les placements effectués par ces « intermédiaires » ; comme une partie de ces placements est elle-même intermédiaire, on voit que le problème se déplace à l'infini : du point de vue mathématique, le modèle utilisé est un modèle matriciel qui organise une série de multiplications des matrices jusqu'à ce que la structure des « supports finals » de l'intermédiaire considéré se stabilise.

Cette recherche a été menée avec le concours du MODEM de l'Université de Paris X – Nanterre (Professeur Michel Boutillier).

LA NOMENCLATURE RETENUE ET LE CADRE MÉTHODOLOGIQUE DE L'ANALYSE

Le secteur considéré est le secteur 14 du SEC1995, soit celui qui regroupe les ménages stricto sensu et les entreprises individuelles. La majorité des placements correspondant au secteur 14 est constituée de « créances » au sens large sur des secteurs internes : institutions financières, sociétés non financière, administrations publiques. Certains de ces placements correspondent cependant à des créances sur le « reste du monde ». Plus souvent, ces placements sur le « reste du monde » apparaissent comme des emplois réalisés par les intermédiaires choisis, en France, par les ménages.

Il a donc fallu s'interroger sur la nature de ces **créances sur le « reste du monde »** ; dans une large mesure, on a pu en faire apparaître les supports finals, actions ou produits de taux. Toutefois, quand les créances des ménages étaient sur des institutions financières bancaires ou non, il n'a pas été possible d'aller au-delà, c'est pourquoi il apparaît une rubrique « dépôts sur le Reste du Monde » (RDM). De même, toujours au titre du RDM, il apparaît une rubrique « divers » qui, à l'examen, est presque exclusivement formée de crédits accordés à des non-résidents (entreprises, ménages...) par des établissements de crédits localisés en France.

I. LES CONVENTIONS DE L'ANALYSE

Finalement, quatre grandes rubriques sont amenées à jouer un rôle dans la présente étude des supports final du patrimoine et du flux de placements financiers des ménages :

- les fonds propres,
- les produits de taux,
- les crédits et créances diverses sur les agents non financiers,
- les intermédiaires.

Encadré

La nomenclature regroupée utilisée dans l'étude

1. Fonds propres

- actions cotées
- actions non cotées
- autres participations
- actions sur le RDM

2. Produits de taux

- titres courts et longs émis par les entreprises
- titres courts et longs émis par les APU
- titres courts et longs sur le RDM

3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers dépôts auprès des APU ou du RDM

- crédits bancaires aux ménages, entreprises et APU et créances sur le RDM
- diverses créances sur les ménages, entreprises et APU

4. Intermédiations financières

- créances sur les établissements de crédit et assimilés
- créances sur l'ensemble des OPCVM
- créances sur les sociétés d'assurance et les fonds de pension

A. LES FONDS PROPRES

Ce poste regroupe les diverses formes de fond propres détenues par les ménages résidant en France : les actions cotées et non cotées (F511 et F512) correspondent aux fonds propres de sociétés par actions de nationalité française, les « autres participations » (F513) aux fonds propres détenus dans d'autres structures sociales également localisées en France. Concernant le F511, seules sont reprises ici les actions correspondant à des sociétés non financières ; les actions de sociétés financières (banques, assurances...etc.) sont en effet, dans la logique du présent exercice, traitées comme des ressources de ces sociétés dans leur rôle d'intermédiaires.

Les actions de sociétés étrangères (non financières et financières) font partie de cette rubrique au titre des « créances » sur le « Reste du monde ».

En ce qui concerne les actions non cotées (F512), il est, depuis un certain temps, de notoriété publique qu'une erreur avait été commise dans les comptes financiers publiés en France en ce qui concerne l'affectation des actions non cotées non cotées au secteur 14. Il semble, en attendant la publication d'une nouvelle série par la Banque de France que cette erreur puisse être approximativement corrigée en multipliant par un coefficient 0,5 les séries d'encours et de flux jusqu'ici publiées pour la période 1995-2001. Mais, au-delà de l'affectation d'un portefeuille d'actions non cotées aux ménages, se pose le problème de la valorisation de ce portefeuille. La BDF a appliqué jusqu'ici aux fonds propres des entreprises non cotées le ratio capitalisation boursière/fonds propres calculé pour les entreprises cotées. Or, en raison de l'existence d'une prime de liquidité assez importante, il est certain que l'utilisation du ratio capitalisation boursière/fonds propres des sociétés cotées aboutit à une notable surestimation de la valeur des sociétés non cotées. Pour redresser ce biais d'évaluation en tenant compte simultanément du biais d'affectation au secteur 14, il semble qu'il faille appliquer à la série de montants publiés, non pas un coefficient de l'ordre de 0,5, mais plutôt un coefficient de l'ordre de 0,33.

Dans l'étude dont les résultats sont ici présentés, on a tour à tour redressé les montants publiés de portefeuille d'actions non cotées des ménages en utilisant un coefficient 0,5 et un coefficient 0,33. Cependant, comme nous pensons que ce dernier coefficient est plus proche de la réalité, nous ne commenterons que les résultats obtenus avec le coefficient 0,33. L'application de ce coefficient au lieu de l'autre aboutit évidemment à minorer quelque peu la part des supports de l'épargne des ménages – flux ou encours - formés par des produits de fonds propres.

B. LES PRODUITS DE TAUX

Il s'agit ici de l'ensemble des emprunts de court, moyen ou long terme émis par les secteurs internes (entreprises non financières ou administrations publiques) ou par des organismes non résidents.

C. CRÉDITS ET CRÉANCES DIVERSES SUR LES AGENTS INTERNES NON FINANCIERS ET SUR LE « RESTE DU MONDE »



Deux grandes sous-catégories apparaissent ici :

- la première est constituée des dépôts et créances sur les secteurs internes (sociétés, administration publique ou même ménages) ;
- la seconde rassemble les dépôts et créances sur le RDM

Ces deux sous-catégories correspondent en quelque sorte au « résidu » de l'étude : celui que l'on n'a pas pu réduire, soit parce qu'il s'agit de créances sur des

agents non financiers, soit parce qu'il s'agit d'intermédiaires financiers situés à l'étranger et qu'on n'a donc pas pu « suivre ».

Dans l'analyse, on rapprochera cependant souvent ces « créances diverses » des produits de taux compte tenu du mode de rémunération, mais le risque n'est pas le même : les produits de taux transitant par le marché comportent un risque en capital en plus du risque de défaut que connaissent également les « prêts et dépôts ».

D. LES INTERMÉDIATIONS

On regroupe ici les créances des ménages sur trois types d'intermédiaires :

- les intermédiaires bancaires et assimilés,
- les intermédiaires « organismes de gestion »,
- les intermédiaires sociétés d'assurance et fonds de pension.

Dans les trois étapes de l'étude, on voit apparaître successivement :

- l'affectation **initiale** du patrimoine financier : il s'agit d'une présentation faisant appel au TOF en flux ou encours publiés dans les comptes nationaux ; les différentes rubriques sont regroupées selon la nomenclature proposée dans l'encadré ci-dessus ; nous avons cependant corrigé » le TOF sur un point important : le montant du portefeuille d'actions non cotées ; l'exercice a été ici conduit en développant deux hypothèses alternatives : un portefeuille d'actions non cotées chaque année égal à 50% des montants publiés jusqu'à présent (cette « correction » tient compte d'une meilleure affectation des actions non cotées au secteur 14) ; un portefeuille d'actions non cotées égal à 33% des montants publiés jusqu'à présent (en plus d'une nouvelle affectation des actions non cotées, cette correction tient compte d'une valorisation trop généreuse du montant des actions détenues) ;
- l'affectation **intermédiaire** du même patrimoine financier : dans cette affectation, les intermédiaires « organismes de placements collectifs » et société d'assurance sont considérés comme transparents alors que l'intermédiation bancaire est maintenue ; les organismes de placements collectifs et les sociétés d'assurance (et fonds de pension) disparaissent donc des tableaux, cependant qu'augmente l'importance des trois autres rubriques de la nomenclature ; cette affectation intermédiaire a été introduite car, d'une part, elle permet une analyse séparée de l'influence de l'intermédiation bancaire, d'autre part, certains peuvent considérer que l'affectation des placements bancaires des ménages en fonction de l'ensemble des emplois des banques est quelque peu conventionnelle ;
- l'affectation **finale** du patrimoine financier : toute intermédiation, y compris celle des banques, a maintenant disparu ; les supports finals des placements des ménages apparaissent dans les trois autres rubriques de la nomenclature proposée ci-dessus et l'ensemble formé par les produits de taux et les fonds propres est évidemment majoritaire puisque c'est précisément le but de cet exercice de faire ressortir le poids respectif de chacun de ces deux supports finals, même si, comme on l'a dit, on rapprochera souvent dans l'analyse « produits de taux » et « créances diverses ».

II. LA SIGNIFICATION DE LA RECHERCHE DES « SUPPORTS FINALS »

Cela étant dit, il convient sans doute de préciser ce que signifie cette recherche au-delà des apparences - cette « radiographie » - et aussi ce qu'elle ne dit pas :

- **pour une année donnée**, on montre comment s'effectue le passage des produits de placements choisis par les ménages à leurs supports finals, avec un arrêt sur une situation où les banques sont provisoirement considérées comme un support final ;
- **d'une année à l'autre**, on observe les déformations de structure du patrimoine financier aux trois stades considérés du point de vue du poids relatif de chacun des trois supports : fonds propres, produits de taux et « créances diverses » ; quant au mode de financement de l'économie, cette évolution est évidemment importante : une augmentation de la part du support final « fonds propres » signifie certainement que les entreprises – en particulier les entreprises françaises – se sont développées à cet égard.

En revanche, l'examen de l'évolution de la composition des supports finals ne dit rien de précis en ce qui concerne le risque effectivement supporté par les ménages puisque les différents formes d'intermédiation que ceux-ci choisissent sont bien là pour modifier le risque qu'ils supportent indépendamment du support final des différents placements. Il se pourrait ainsi fort bien, par exemple, que

l'on observât sur une certaine période une augmentation du poids relatif du support final « fonds propres », cependant que parallèlement le risque effectivement supporté par les ménages aurait diminué du fait, par exemple, d'un recours plus systématique de leur part à des formes de produits « garantis ». Pour suivre l'évolution du risque supporté réellement par les ménages, mieux vaut classer les placements en fonction de la répartition des risques qu'ils impliquent : risques supportés par l'épargnant (exemple : contrats d'assurance vie en unités de compte et fonds à cotisations définies pour les fonds de pension), ou risques supportés par l'intermédiaire ou l'entreprise (contrats d'assurance vie à taux garanti, fonds à prestations définies).

LES PRINCIPAUX RÉSULTATS OBTENUS EN CE QUI CONCERNE LES « SUPPORTS FINALS » DES FLUX ET DES ENCOURS SUR LA PÉRIODE 1995-2001

Comme il a été dit ci-dessus, l'analyse des supports finals de l'épargne des ménages a été conduite successivement en ce qui concerne les flux nouveaux de placements financier et en ce qui concerne les encours accumulés.

Ces deux analyses n'ont évidemment pas la même signification.

- La recherche des supports finals des **flux nouveaux de placements financiers** fournit des indications sur les conséquences – directes et indirectes – dans ce domaine des décisions prises chaque année par les ménages (ventes de certains produits, achats d'autres produits financés soit par les ventes précédentes, soit par l'épargne nouvelle) : les résultats obtenus traduisent donc l'expression d'une volonté aux multiples manifestations. Naturellement, le montant global de ce flux nouveau de placements financiers étant la somme algébrique des variations d'encours des différents placements – somme qui comporte donc des éléments positifs et des éléments négatifs – non seulement ce montant lui-même fait apparaître une assez forte variabilité, mais sa composition est encore plus changeante puisque, d'une année à l'autre, un actif à contribution positive peut se muer en actif à contribution négative.
- La recherche des supports finals des **encours d'actifs** composant le patrimoine financier des ménages conduit à des résultats moins changeants, mais peut-être plus difficiles à analyser puisque ceux-ci dépendent, non seulement de l'orientation des nouveaux flux de placements, mais aussi de la « réévaluation » (positive ou négative) qu'enregistrent, année après année, tous les produits négociés sur des marchés¹ : ces résultats n'en traduisent pas moins une réalité qui s'imposent aux ménages, même si, comme on l'a dit, le poids relatif de chacun des supports finals ne traduit pas le risque supporté par les ménages puisque les intermédiaires choisis par eux l'on été, le plus souvent, précisément pour réduire ce risque d'une manière ou d'une autre (diversification des fonds collectifs, garanties sur le capital ou le revenu données par l'intermédiaire...etc.).
- Pour ne pas les confondre, on traitera donc successivement des résultats obtenus par l'analyse des **flux** et de ceux que l'on obtient en partant des **encours**.

I. LES SUPPORTS FINALS DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

Certes, ce sont bien les supports finals des placements des ménages qui nous intéressent à titre principal ; mais, pour bien comprendre la progression que suit la méthode utilisée, il n'est pas inintéressant de rappeler les résultats de l'affectation « initiale » des flux et de leur affectation « intermédiaire » où les établissements de crédit sont considérés comme des supports finals, avant d'en venir à « l'affectation finale », terme de la recherche.

¹ *Et éventuellement des « autres variations en volume » (AVV) résultant de changements de classification des unités figurant dans le secteur 14 ou de changements de nature de certains actifs.*

A. L'AFFECTATION « INITIALE » DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

Ce tableau fait apparaître tout au long de la période **l'importance des placements « intermédiaires »** : leur part est même de plus 100% en 1997 ; elle ne passe au-dessous de 90% qu'entre 1998 et 2000, pour rebondir à 98% en 2001. Derrière cette apparente stabilité se cachent cependant des mouvements importants (voir tableaux en annexe) : la part de l'intermédiation des établissements de crédit est assez régulièrement décroissante entre 1995 et 2000 (année où cette part est même négative), mais elle rebondit à près du quart en 2001, année de forte recherche de sécurité. La part de l'intermédiation « assurance vie et autres » est très importante avec des fluctuations entre 53 et 85%, sans tendance à la décroissance. Quant à la part des OPCVM, elle est négative entre 1995 et 1997 en raison du reflux des OPCVM monétaires ; elle augmente de 2 à 16% entre 1998 et 2000, puis retombe à 6% en 2001, toujours en raison de la recherche de sécurité.

Tableau 3 : Structure de l'affectation initiale des flux de placements financiers des ménages (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Créances sur les fonds propres	-1,4	6,5	2,3	6,0	2,3	14,4	8,0
2. Produits de taux	6,5	-6,9	-29,2	-4,5	-1,3	-3,9	-1,1
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	2,1	2,8	8,2	11,2	13,4	0,2	-4,2
4. Intermédiations	92,8	97,6	118,6	87,3	85,5	89,3	97,3
Montant total (en milliards d'euros)	86,8	83,3	94,8	89,5	125,3	84,6	98,3
Total	100,0						

S'agissant des **produits de taux**, leur part est négative à partir de 1996, ce qui manifeste bien le désengagement des ménages à l'égard de la détention directe d'obligations.

Quant aux **créances sur fond propres**, leur part est positive à partir de 1996, mais jamais très élevée : elle culmine en 2000 à plus de 14% pour retomber à 8% en 2001. Dans l'analyse détaillée de ce poste, on observe :

- la part souvent négative des actions française cotées de sociétés non financières qui contraste avec la part positive depuis 1996 des actions cotées étrangères : une certaine internationalisation du portefeuille d'actions des ménages s'est donc produite ;
- la contribution positive importante des actions non cotées de 1995 à 1998 et à nouveau en 2001 ;
- la contribution positive et presque constamment substantielle des « autres participations » (SARL, sociétés de personnes ...etc.).

Enfin la rubrique « créances sur les agents non financiers » correspond ici à des prêts accordés par les ménages et surtout par les entreprises individuelles à d'autres secteurs non financiers (souvent appelés « crédits commerciaux »). La part de cette rubrique grimpe à 13% en 1999, mais elle est assez régulièrement faible dans les affectations initiales : on verra plus loin qu'il n'en est pas du tout de même en ce qui concerne les affectations « finales » compte tenu des « emplois » des différents intermédiaires.

B. L'AFFECTATION INTERMÉDIAIRE DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

Pour intermédiaire qu'elle soit, cette phase de l'analyse ne manque pas d'intérêt : seule, on le sait, subsiste ici comme intermédiation les établissements de crédits et assimilés. En ce qui concerne cette intermédiation, on ne retrouve pas ici la nette diminution que l'on observait dans l'affectation initiale, mais c'est qu'en passant de la première à la seconde phase on a récupéré l'ensemble des relations entre, d'une part, les sociétés d'assurance et les sociétés de gestion des OPCVM et, d'autre part, les établissements de crédits (dépôts à vue, en particulier), relations qui, elles, n'ont pas de raisons d'avoir reflué au cours de la période.

On observera, d'autre part, **la nette augmentation de la part de produits de taux** : c'est qu'on a récupéré ici tous les nouveaux placements des assureurs en emprunts et obligations et les nouveaux placements réalisés sur des emprunts et obligations par les OPCVM. En analysant dans le détail cette contribution, on constate qu'elle est alimentée moins par les obligations d'entreprises françaises que par les emprunts de l'Etat français et des titres étrangers (publics ou privés).

Quant aux produits de **fonds propres**, leur part augmente aussi très nettement par rapport à la phase précédente, c'est qu'on a « récupéré » les placements en actions des sociétés d'assurance et des sociétés de gestion d'OPCVM (à l'analyse, moins d'actions cotées française – sauf en 2000 – que d'actions étrangères).

Tableau 4 : Phase intermédiaire

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Créances sur les fonds propres	3,1	10,8	7,3	14,0	21,7	73,6	18,3
2. Produits de taux	16,8	56,6	34,5	64,8	34,3	20,8	42,2
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	19,9	11,2	11,0	-39,4	11,3	1,4	-4,2
4. Intermédiations	60,2	21,4	47,3	60,6	32,8	4,2	43,7
Montant total (en milliards d'euros)	86,8	83,3	94,8	89,5	125,3	84,6	98,3
Total	100,0						

En définitive, cette phase intermédiaire renseigne évidemment autant sur les comportements de placements au cours de la période des sociétés d'assurance et des gestionnaires d'OPCVM que sur les comportements des ménages eux-mêmes.

C. L'AFFECTATION FINALE DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

Tous les « intermédiaires », on le sait deviennent « transparents » dans cette phase d'affectation finale des flux de placements financiers des ménages : ils disparaissent donc des tableaux de résultats puisque tous leurs flux de placements sont réaffectés en direction des trois autres grandes catégories de supports. Ce dernier tableau fournit donc non seulement une « radiographie » des comportements de placements financiers des ménages, mais également une « radiographie » des affectations réalisées par les trois grandes catégories d'intermédiaires que sont les sociétés d'assurance (vie et non vie), les organismes de placements collectifs et les établissements de crédit : le montant de nouveaux placements réalisés dépend bien des seuls ménages (les placements propres aux intermédiaires financiers ne viennent pas s'y ajouter) ; en revanche, les supports finals qui apparaissent dépendent non seulement des choix « en direct » des particuliers, mais aussi des choix effectués par les différents « intermédiaires » utilisés par les ménages. Les entreprises non financières ne sont pas directement concernées par la démarche adoptée, mais une fraction importante du capital de beaucoup d'entre elles se retrouve entre les mains de ménages considérés comme résidents français, soit par détention directe, soit par détention indirecte (via les actions possédées par les « intermédiaires »). Quant aux APU, leurs placements ne sont pas non plus pris en compte, mais une bonne partie de leur dette se retrouve évidemment, de façon directe, mais surtout par intermédiation, dans les placements des ménages.

Tableau 5 : Affectation finale

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Créances sur les fonds propres	4,1	13,2	8,1	20,3	25,8	76,6	23,1
2. Produits de taux	37,1	77,8	62,1	140,9	51,3	20,9	64,6
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	58,8	9,0	29,9	-61,1	22,9	2,5	12,3
4. Intermédiations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Montant total (en milliards d'euros)	86,8	83,3	94,8	89,5	125,3	84,6	98,3
Total	100,0						

On retrouve dans ces affectations finales le profil temporel des choix de placements qui a été esquissé dans le premier ou le second des tableaux commentés ci-dessus : progression assez régulière de la part des placements en fonds propres entre 1995 et 2000 (seule l'année 1997 fait exception), puis net repli en 2001 en réaction à la chute des marchés boursiers. Leur part moyenne sur l'ensemble de la période ressort à près du quart. Les créances sur les agents non financiers correspondent le plus souvent à des crédits accordés par des banques aux sociétés non financières et aux ménages et entrepreneurs individuels : leur

part dans les flux est instable, à un niveau moyen relativement modeste (moins de 11% sur l'ensemble des sept années de la période).

Quant aux produits de taux correspondant majoritairement à des titres émis par un Etat (Etat français, Etats étrangers) ou les collectivités et entreprises publiques, leur part est, elle aussi, instable, mais elle reste en moyenne proche de 65%, ce qui témoigne de l'importance conservée par ces titres dans les placements « finals » des ménages au travers des comportements des sociétés d'assurance et des fonds à dominante obligataire. En 2000, la part de ces supports tombe à peine plus du cinquième, mais c'est pour rebondir à près des deux tiers en 2001, année de recherche de sécurité, non seulement donc par les ménages, mais aussi par les « intermédiaires » qu'ils utilisent.

D. DE L'AFFECTATION INITIALE À L'AFFECTATION FINALE SUR L'ENSEMBLE DE LA PÉRIODE

Il est intéressant de synthétiser, sur l'ensemble des sept années de la période, la démarche qui nous mène de l'affectation initiale du flux de placements financiers des ménages résidents à son affectation finale : dans le tableau ci-dessous, on a calculé les parts moyennes sur sept années de chacun des quatre supports aux trois stades considérés, initial, intermédiaire et final.

Tableau 6 : De l'affectation initiale à l'affectation finale du flux de placements financiers des ménages résidents en moyenne sur l'ensemble des sept années de la période 1995-2001 (en %)

	Affectation initiale	Affectation intermédiaire	Affectation finale
Produits de taux	5,4	21,3	24,5
Fonds propres	-5,8	38,6	64,9
Créances sur les agents non financiers	4,9	1,6	10,6
Intermédiasions	95,5	38,5	0,0
Total	100,0	100,0	100,0

La synthèse présentée confirme le poids écrasant des trois formes d'intermédiation (Banques, sociétés d'assurance, OPCVM) dans **l'affectation initiale** du flux nouveau de placements : près de 96% du flux total ! Les contributions « directes » des produits de taux et des fonds propres ont des valeurs absolues du même ordre de grandeur (entre 5 et 6%) et qui restent modestes, mais ces contributions sont de signe opposé, ce qui ne surprend pas compte tenu des caractéristiques de la période sous étude.

Le stade d'**affectation intermédiaire** fait ressortir l'importance encore considérable de l'intermédiation bancaire (notamment, en raison du poids de tous les produits réglementés). La part des produits de taux bondit à près de 39% et celle des fonds propres à 21% : c'est le fait de la prise en compte des placements des sociétés d'assurance et des OPCVM. Quant à la part des créances sur les agents non financiers, elle régresse car, sauf très rares exceptions, ni les compagnies d'assurance, ni les OPCVM ne prêtent directement aux ménages ou aux entreprises.

Enfin, dans **l'affectation finale**, toute intermédiation disparaît conformément à la méthode adoptée. La part des fonds propres augmente quelque peu en raison des portefeuilles de participations détenues par les banques françaises. Celle des produits de taux passe de 39 à 65% faisant ainsi apparaître que ces produits jouent encore un rôle important dans les stratégies de placement des banques. Enfin, la part des créances sur les agents non financiers passe de moins de 2% à 11% : il s'agit naturellement des prêts accordés par les banques aux entreprises et aux ménages.

II. LES « SUPPORTS FINALS » DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES

En ce qui a trait aux patrimoines financiers, les évolutions de la part des trois ou quatre grandes catégories de « supports » retenues sont évidemment beaucoup plus lentes qu'en ce qui concerne les flux dont la composition est, on l'a vu,

passablement fébrile. En particulier, par définition, les encours - contrairement aux flux - ne font évidemment pas apparaître de contributions négatives. Comme on l'a dit, ces variations d'encours sont la résultante de trois facteurs :

- la composition des flux de placements étudiés ci-dessus ;
- les évolutions de prix en ce qui concerne les actifs transitant sur les marchés ;
- enfin, les « autres variations en volume », apparues récemment dans les comptabilités nationales et dont l'influence est, le plus souvent, modeste.

On suivra ici le même ordre d'exposé qu'en ce qui concerne les affectations des flux : affectation initiale, affectation intermédiaire (seules les banques ne sont pas transparentes), affectation finale.

A. L'AFFECTATION « INITIALE » DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES

Plus encore que les flux, les évolutions de la composition des encours découpent ici clairement la période :

• **1995-2000 :**

- montée assez régulière des fonds propres (près de 8 points gagnés entre 1995 et 2000) ; les actions non cotées gagnent à elles seules plus de 6 points entre 1995 et 2000 ; la progression des actions cotées est en revanche très faible (voir annexe) ;
- baisse régulière des produits de taux : les titres émis par les APU représentaient encore 2% du patrimoine financier des ménages en 1995 ; ils se retrouvent à 0,9% seulement en 2000 ;
- tassement de près de 2 points des créances sur les agents non financiers qui provient principalement de la diminution de la part des dépôts des ménages auprès des APU et du RDM ;
- enfin, prédominance écrasante de l'intermédiation, mais avec un certain reflux (plus de 4 points perdus entre 1995 et 2000) : en 2000, on passe sous la barre des 72%.

• **2000-2001 :**

- diminution de près de 3 points de la part des fonds propres : c'est le résultat conjoint d'évolutions en volume (ventes nettes) et en prix (chute de la Bourse) ; le repli des actions non cotées est important, mais ne s'agit-il pas d'un « artefact » (mode de calcul contestable des moins-values ?) ;
- reprise de l'intermédiation (+ trois points environ provenant pour deux tiers des assurances et pour un tiers des banques).

Tableau 7 : Affectation initiale des encours d'actifs financiers des ménages (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Créances sur les fonds propres	11,4	13,2	14,5	16,1	19,0	19,0	16,3
2. Produits de taux	3,3	3,1	2,4	2,5	2,0	1,8	1,8
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	9,0	8,9	8,7	7,5	7,6	7,3	7,1
4. Intermédiations	76,3	74,8	74,5	73,9	71,3	71,9	74,7
Total	100,0						
Montant total (en milliards d'euros)	1 713,8	1 874,4	2 036,1	2 202,7	2 494,1	2 584,8	2 581,9

En fin de période, l’intermédiation s’est à nouveau hissée aux trois quarts des encours cependant que la part des fonds propres, après éclatement de la bulle, est retombée très au-dessous du cinquième du patrimoine financier. Mais, on l’a dit, pour les valeurs non cotées, malgré nos corrections, on ne peut exclure l’influence de certains « artefacts » exagérant les évolutions à la hausse comme à la baisse.

B. L’AFFECTATION « INTERMÉDIAIRE » DES ENCOURS D’ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES

Du point de vue des évolutions, l’affectation « intermédiaire » découpe la période comme précédemment 1995-2000 et 2000-2001. Mais certaines évolutions sont accentuées : ainsi en est-il de la croissance de la part des fonds propres puisqu’on a presque affaire à un doublement entre 1995 et 2000, de moins de 17% à près de 32% ; mais la retombée de 2001 est aussi plus brutale. Tout se passe donc ici comme si la prise en compte des comportements de placements des gestionnaires d’OPCVM et des sociétés d’assurance avaient renforcé les orientations prises par les ménages. En revanche, en ce qui concerne la part des titres de taux, l’évolution visible dans le tableau des affectation initiales ne se retrouve plus dans l’affectation intermédiaire : la part des titres de taux a été portée tout normalement beaucoup plus haut (entre 17 et 19%), mais aucune tendance à la baisse n’est perceptible sur la période considérée en cette phase intermédiaire : il y a certes un petit tassement en 1999 et 2000, mais le rebond de l’année 2001 replace cette part pratiquement à son maximum sur la période. Il n’y a donc pas eu de reflux de cette part : en descendant dans le détail, on s’aperçoit que, si le poids relatif des titres public français a reculé (d’environ deux points entre 1996 et 2001), en revanche, celui des titres étrangers a augmenté de 3,5 points entre 1995 et 2001 : il y a donc eu, notamment dans les portefeuilles des compagnies d’assurance substitution d’obligations et emprunts étrangers à des obligations et emprunts français.

Le changement le plus important par rapport à l’affectation initiale est évidemment, de façon mécanique, le recul fort important de l’intermédiation : on n’a plus ici affaire qu’à l’intermédiation bancaire et, dans ces conditions, le recul de 13 points entre 1995 et 2000 n’est pas pour surprendre ; il en est de même du fort rebond de 2001, manifestation déjà plusieurs fois signalée de la recherche de sécurité dans le début de tourmente boursière.

Enfin, la part des créances sur les agents non financiers a un peu augmenté par rapport à l’affectation initiale, mais la tendance au tassement est la même dans ces deux premières phases de l’exercice.

Tableau 8 : Affectation intermédiaire des encours d’actifs financiers des ménages (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
--	------	------	------	------	------	------	------

1. Créances sur les fonds propres	16,5	18,9	21,3	24,4	30,1	31,5	26,6
2. Produits de taux	17,4	18,4	18,2	19,4	17,5	17,6	19,2
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	12,5	12,1	11,8	10,4	10,3	10,0	10,0
4. Intermédiations	53,6	50,6	48,7	45,7	42,2	40,9	44,3
Total	100,0						
Montant total (en milliards d'euros)I	1 713,8	1 874,4	2 036,1	2 202,7	2 494,1	2 584,8	2 581,9

C. L'AFFECTATION FINALE DES EN COURS D'ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES

Ce stade ultime de la « radiographie » tient donc compte de tous les emplois indirects de l'épargne des ménages, y compris ici, des placements transitant par les banques.

Dans une très large mesure, les observations que l'on peut présenter confirment celles qui ont été faites à l'occasion de la phase précédente.

1. Une très forte montée des fonds propres dans l'ensemble de l'économie entre 1995 et 2000, déjà un fort reflux en 2001

Comme on l'a dit, cette dernière phase rend compte non seulement des comportements de placements des ménages eux-mêmes, mais aussi des comportements de placement des intermédiaires auprès desquels ils souscrivent des produits, des comportements de placement des seconds intermédiaires choisis par les premiers et cela *usque ad infinitum* : c'est donc, en quelque sorte une perspective d'ensemble des comportements de placements qui est fournie, concernant une très grande partie de l'économie (seules les APU et les entreprises non financières, on le sait, ne sont pas directement concernées par ce bilan : on s'intéresse certes à leur passif, mais pas à leurs actifs).

L'évolution la plus spectaculaire est, comme dans la phase précédente, mais à un niveau supérieur, la très forte montée des fonds propres de 19% en 1995 à plus de 37% en 2000 : cette évolution résulte à la fois des choix de placements et de la valorisation des différents placements au cours de la période, valorisation évidemment très favorable aux actions. Pour isoler ce qui dans cette évolution est dû aux seuls choix des agents indépendamment des variations de prix, il faudrait pouvoir utiliser toutes les ressources de la comptabilité patrimoniale pour séparer les « volumes » des « prix », travail qui n'est pas infaisable mais qui demande de rassembler des informations détaillées sur les modalités de la croissance des patrimoines des différents agents concernés.

Même observation en ce qui concerne le fort dégonflement de cette part en 2001, repli de plus de 5 points de pourcentage : ce repli est dû pour partie aux arbitrages en faveur de produits moins risqués que les fonds propres, mais aussi et, probablement surtout, à la chute de la Bourse. Pour être plus précis, il faudrait être capable de se livrer à l'analyse de comptabilité patrimoniale mentionnée ci-dessus.

Tableau 9 : Affectation finale des encours d'actifs financiers des ménages (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Créances sur les fonds propres	19,0	22,2	25,0	28,7	35,7	37,2	31,8
2. Produits de taux	23,0	24,9	25,3	27,8	24,9	24,5	26,4
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	58,0	52,9	49,7	43,5	39,3	38,3	41,8
4. Intermédiations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	100,0						
Montant total (en mds d'euros)	1 713,8	1 874,4	2 036,1	2 202,7	2 494,1	2 584,8	2 581,9

2. Une part importante de prêts aux agents non financiers, mais orientée à la baisse, cependant que la part des produits de taux a décrue de 1998 à 2000

La part des créances sur les agents non financiers atteint des niveaux élevés dans ce tableau d'affectation finale : c'est que l'on récupère ici tous les prêts accordés par les banques aux sociétés non financières, aux ménages et même aux APU. Cette part est voisine des trois cinquièmes en 1998, elle tombe à moins des deux cinquièmes en 1999 et 2000, pour remonter au-dessus en 2001 quand se fait jour le besoin de sécurité. Cette même année, la part des produits de taux rebondit également (+2 points de pourcentage), alors qu'elle avait fortement décliné (-3 points) entre 1998 et 2000.

D. LES ANNÉES 2000 ET 2001, DE L'AFFECTATION INITIALE À L'AFFECTATION FINALE

Pour les encours dont la composition est évidemment beaucoup plus stable que celle des flux, le calcul de parts moyennes sur l'ensemble des sept années de la période, pour chacune des trois phases de l'analyse, n'est pas d'un grand intérêt. On se contentera donc d'enchaîner séparément les trois phases pour les deux dernières années de la période, 2000-2001, qui, on l'a déjà vu à plusieurs reprises, font ressortir une forte inflexion des tendances qui s'étaient dessinées entre 1995 et 2000.

Le tableau ci-dessous se lit **horizontalement** du point de vue de l'évolution dans le temps et **verticalement** selon le déroulement de l'analyse pour une année donnée.

Tableau 10 : Le grand tournant des années 2000-2001 selon les trois phases de l'analyse (en %)

	2000	2001	Δ en points de pourcentage
Affectation initiale			
Produits de taux	1,8	1,8	0,0
Créances sur les fonds propres	19,0	16,3	-2,7
Créances sur les agents non financiers	7,3	7,1	-0,2
Intermédiasions	71,9	74,7	+2,8
Total	100,0	100,0	0,0
Affectation intermédiaire			
Produits de taux	17,6	19,2	+1,6
Créances sur les fonds propres	31,5	26,6	-4,9
Créances sur les agents non financiers	10,0	10,0	0,0
Intermédiasions	40,9	44,3	+3,4

Total	100,0	100,0	0,0
Affectation finale			
Produits de taux	24,5	26,4	+1,9
Créances sur les fonds propres	37,2	31,8	-5,4
Créances sur les agents non financiers	38,3	41,8	+3,5
Total	100,0	100,0	0,0

Ce tableau permet une interprétation synthétique du « tournant » de 2002. S’agissant de la **phase initiale d’affectation** qui ne correspond qu’à l’évolution des actifs financiers des ménages, on voit que la recherche de sécurité en 2001 s’est principalement traduite par un reflux de la part des créances sur fonds propres, reflux compensé par une augmentation de la part des intermédiaires.

En ce qui concerne la **phase intermédiaire** où les comportements des assureurs et des gestionnaires de fonds entrent en jeu, les choses sont un peu plus complexes : le reflux de la part des fonds propres s’accentue ; la contrepartie est alors fournie, certes par une remontée de l’intermédiation bancaire, mais aussi par une augmentation de la part des produits de taux.

Enfin, s’agissant de la **phase finale**, on voit la part que prennent les créances sur les agents non financiers (ménages, Etats, APU) qui se situent au voisinage des deux cinquièmes. En 2002, le reflux encore plus prononcé que précédemment de la part des fonds propres est d’ailleurs compensé par une forte augmentation de cette part des créances sur les agents non financiers, mais aussi, comme dans la phase intermédiaire, par une augmentation très sensible de la part des produits de taux.

*
* * *

Finalement, si l’on veut prendre, sur la seule évolution des encours d’après leur affectation finale, une vue plus cavalière de la période étudiée, les fonds propres représentaient fin 1995 moins du cinquième des « supports finals » du patrimoine financier des ménages, les autres supports dépassant donc les 80%. En 2001, point culminant de la période à cet égard, les fonds propres dépassent 37% du total, les autres supports étant tombés nettement au-dessous des deux tiers. En 2001, changement assez brutal de décor, les fonds propres retombent - influence conjointe des volumes et des prix – au-dessous du tiers cependant que les deux autres catégories de supports – produits de taux et créances sur les agents non financiers – rebondissent assez vigoureusement en conséquence de la recherche de sécurité à tous les niveaux intermédiaires ou non.

ANNEXES : LES RÉSULTATS DE L'ANALYSE EN NOMENCLATURE DÉTAILLÉE

I. TABLEAUX D'AFFECTATION DES FLUX

Tableau I : Affectation initiale des flux (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Produits de taux	6,5	-6,9	-29,2	-4,5	-1,3	-3,9	-1,1
Titres courts et longs émis par les entreprises	0,2	-0,3	-3,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3
Titres courts et longs émis par les APU	5,3	-4,6	-10,7	-2,1	-0,3	-1,7	-0,2
Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)	1,1	-1,9	-15,3	-1,9	-0,7	-2,0	-0,7
2. Crédances sur les fonds propres	-1,4	6,5	2,3	6,0	2,3	14,4	8,0
Actions cotées	-4,2	-1,9	-4,8	-2,4	-3,8	3,4	-1,5
Actions non cotées	3,2	3,0	3,5	2,7	-0,5	-0,4	3,8
Autres participations	2,2	4,7	2,7	3,1	5,7	5,0	5,1
Créances sur le RDM actions	-2,7	0,7	0,8	2,6	0,9	6,5	0,5
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	2,1	2,8	8,2	11,2	13,4	0,2	-4,2
Dépôts auprès des APU et du RDM	3,6	0,4	5,5	9,5	4,4	-1,2	-3,9
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)	-0,1	0,4	0,7	1,5	1,6	1,0	-0,1
Diverses créances sur ménages, entreprises et APU	-1,4	1,9	2,0	0,2	7,4	0,5	-0,2
4. Intermédiations	92,8	97,6	118,6	87,3	85,5	89,3	97,3
Créances sur les EC	66,0	40,9	52,7	22,4	21,0	-12,1	23,6
Créances sur l'ensemble des OPCVM	-39,3	-20,4	-14,5	2,2	11,5	16,0	6,3
Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	66,1	77,1	80,3	62,6	53,0	85,3	67,4
Total (en %)	100,0						
Total (en milliards d'euros)	86,8	83,3	94,8	89,5	125,3	84,6	98,3

Tableau II : Affectation « intermédiaire » des flux (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Produits de taux	16,8	56,6	34,5	64,8	34,3	20,8	42,2
Titres courts et longs émis par les entreprises	1,7	2,4	3,1	8,6	6,0	1,5	15,4
Titres courts et longs émis par les APU	15,3	32,8	12,5	31,6	10,6	9,3	9,8
Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)	-0,2	21,4	18,9	24,6	17,7	9,9	17,0
2. Créances sur les fonds propres	3,1	10,8	7,3	14,0	21,7	73,6	18,3
Actions cotées	-1,3	-0,9	-1,6	0,6	-5,1	43,7	8,1
Actions non cotées	2,8	5,0	2,6	-1,7	0,4	-0,6	-2,3
Autres participations	2,6	5,5	3,2	3,7	6,8	6,0	6,1
Créances sur le RDM actions	-1,0	1,1	3,0	11,5	19,5	24,6	6,4
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	19,9	11,2	11,0	-39,4	11,3	1,4	-4,2
Dépôts auprès des APU et du RDM	3,9	0,4	6,1	8,4	4,2	-1,1	-3,7
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)	3,7	8,4	0,9	-49,7	1,6	1,0	0,0
Diverses créances sur ménages, entreprises et APU	12,3	2,4	3,9	1,9	5,5	1,6	-0,5
4. Intermédiations	60,2	21,4	47,3	60,6	32,8	4,2	43,7
Créances sur les EC	60,2	21,4	47,3	60,6	32,8	4,2	43,7
Créances sur l'ensemble des OPCVM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total (en %)	100,0						
Total (en milliards d'euros)	86,8	83,3	94,8	89,5	125,3	84,6	98,3

Tableau III : Affectation finale des flux (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Produits de taux	37,1	77,8	62,1	140,9	51,3	20,9	64,6
Titres courts et longs émis par les entreprises	0,1	3,2	1,5	4,5	8,4	2,6	14,9
Titres courts et longs émis par les APU	29,1	41,6	21,4	45,6	10,8	9,8	11,0
Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)	7,9	33,1	39,2	90,7	32,1	8,4	38,6
2. Créances sur les fonds propres	4,1	13,2	8,1	20,3	25,8	76,6	23,1
Actions cotées	-0,4	0,5	-1,9	5,4	-3,3	44,4	9,6
Actions non cotées	2,5	5,4	2,9	-2,6	0,6	-0,3	-1,2
Autres participations	2,7	5,7	3,4	4,0	7,1	6,3	6,3
Créances sur le RDM actions	-0,7	1,7	3,7	13,6	21,3	26,2	8,3
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	58,8	9,0	29,9	-61,1	22,9	2,5	12,3
Dépôts auprès des APU et du RDM	4,3	1,6	6,9	19,5	5,4	-0,8	-3,8
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)	30,8	4,1	16,3	-81,2	9,1	1,8	16,4
Diverses créances sur ménages, entreprises et APU	23,7	3,3	6,7	0,5	8,5	1,5	-0,3
4. Intermédiations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur les EC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur l'ensemble des OPCVM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total (en %)	100,0						
Total (en milliards d'euros)	86,8	83,3	94,8	89,5	125,3	84,6	98,3

II. TABLEAUX D'AFFECTATION DES EN COURS

Tableau IV : Affectation initiale des encours (en%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Produits de taux	3,3	3,1	2,4	2,5	2,0	1,8	1,8
Titres courts et longs émis par les entreprises	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Titres courts et longs émis par les APU	2,0	1,9	1,4	1,4	1,1	0,9	0,9
Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
2. Créances sur les fonds propres	11,4	13,2	14,5	16,1	19,0	19,0	16,3
Actions cotées	3,1	3,5	3,6	3,5	3,7	3,9	3,2
Actions non cotées	5,0	6,3	7,3	9,1	11,8	11,2	8,9
Autres participations	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5	2,8	3,1
Créances sur le RDM actions	0,8	1,0	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	9,0	8,9	8,7	7,5	7,6	7,3	7,1
Dépôts auprès des APU et du RDM	5,1	4,9	4,8	4,1	4,0	3,8	3,7
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Diverses créances sur ménages, entreprises et APU	3,5	3,5	3,4	3,0	3,1	2,9	2,8
4. Intermédiations	76,3	74,8	74,5	73,9	71,3	71,9	74,7
Créances sur les EC	39,9	38,1	37,0	35,4	32,8	31,5	32,7
Créances sur l'ensemble des OPCVM	12,3	10,9	9,8	9,9	10,0	10,1	10,0
Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	24,1	25,7	27,7	28,6	28,5	30,2	32,1
Total (en %)	100,0						
Total (en milliards d'euros)	1 713,8	1 874,4	2 036,1	2 202,7	2 494,1	2 584,8	2 581,9

Tableau V : Affectation « intermédiaire » des encours (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Produits de taux	17,4	18,4	18,2	19,4	17,5	17,6	19,2
Titres courts et longs émis par les entreprises	3,7	3,5	3,2	3,2	2,9	2,8	3,4
Titres courts et longs émis par les APU	10,8	11,4	10,6	10,9	9,0	8,9	9,3
Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)	2,9	3,5	4,4	5,3	5,6	5,9	6,5
2. Créances sur les fonds propres	16,5	18,9	21,3	24,4	30,1	31,5	26,6
Actions cotées	5,8	6,6	7,3	8,0	9,6	10,8	8,7
Actions non cotées	5,9	7,3	8,4	10,4	13,5	12,8	10,2
Autres participations	2,9	2,8	2,8	2,9	2,9	3,2	3,6
Créances sur le RDM actions	1,9	2,2	2,9	3,1	4,1	4,6	4,0
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	12,5	12,1	11,8	10,4	10,3	10,0	10,0
Dépôts auprès des APU et du RDM	5,2	5,0	5,0	4,2	4,1	3,9	3,8
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	2,3
Diverses créances sur ménages, entreprises et APU	6,1	6,1	5,7	5,2	5,0	4,9	3,9
4. Intermédiations	53,6	50,6	48,7	45,7	42,2	40,9	44,3
Créances sur les EC	53,6	50,6	48,7	45,7	42,2	40,9	44,3
Créances sur l'ensemble des OPCVM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total (en %)	100,0						
Total (en milliards d'euros)	1 713,8	1 874,4	2 036,1	2 202,7	2 494,1	2 584,8	2 581,9

Tableau VI : Affectation finale des encours (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1. Produits de taux	23,0	24,9	25,3	27,8	24,9	24,5	26,4
Titres courts et longs émis par les entreprises	4,6	4,6	4,3	4,4	4,0	4,0	4,7
Titres courts et longs émis par les APU	14,4	15,5	14,8	15,2	12,2	11,8	12,1
Créances sur le RDM (titres courts et titres longs)	3,9	4,8	6,2	8,2	8,7	8,8	9,6
2. Créances sur les fonds propres	19,0	22,2	25,0	28,7	35,7	37,2	31,8
Actions cotées	6,6	7,6	8,5	9,5	11,5	12,7	10,3
Actions non cotées	6,9	8,6	9,8	12,1	15,6	14,9	12,0
Autres participations	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,5	4,0
Créances sur le RDM actions	2,4	2,8	3,7	4,0	5,5	6,2	5,4
3. Crédits et créances diverses sur les agents non financiers	58,0	52,9	49,7	43,5	39,3	38,3	41,8
Dépôts auprès des APU et du RDM	6,5	6,3	6,2	5,2	5,1	4,9	4,9
Crédits bancaires (ménages, entreprises, APU) et créances sur le RDM (divers)	42,5	37,9	35,0	31,0	27,1	26,4	30,8
Diverses créances sur ménages, entreprises et APU	9,0	8,7	8,5	7,3	7,2	7,0	6,1
4. Intermédiations	0,0						
Créances sur les EC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur l'ensemble des OPCVM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créances sur les sociétés d'assurance et fonds de pension	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total (en %)	100,0						
Total (en milliards d'euros)	1 713,8	1 874,4	2 036,1	2 202,7	2 494,1	2 584,8	2 581,9

—

ANNEXE N° 4 :

**ETUDE DU BIPE, « LES COMPORTEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES
RÉSIDANT EN FRANCE, 1995-2001 », PAR A. BABEAU ET U. CLERWALL**





ANNEXE N° 4

Les comportements financiers des ménages résidant en France 1995-2001

Etude réalisée pour le Service d'études économiques du Sénat

20 décembre 2002



André Babeau
Ulf Clerwall

L'Atrium
6, place Abel Gance
F92652 Boulogne Billancourt Cedex
Tél : 33 (0)1 46 94 45 22
Fax : 33 (0)1 46 94 45 99
E-mail : contact@bipe.fr
www.bipe.com

©BIPE - 2002

Sommaire

RÉSUMÉ-CONCLUSION	176
INTRODUCTION	178
1 L'ENVIRONNEMENT DE L'ANALYSE	180
1.1 IMPORTANCE ET COMPOSITION DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS 180	
1.1.1LE TABLEAU DE FINANCEMENT DES MÉNAGES DE 1995 À 2001	180
1.1.2 L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DES FLUX DE PLACEMENTS DANS LA NOMENCLATURE PUBLIQUE AU COURS DE LA PÉRIODE ÉTUDIÉE.....	185
1.2 CROISSANCE ET COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER	189
1.2.1 LES FACTEURS DE CROISSANCE DU PATRIMOINE FINANCIER SUR LA PÉRIODE (VOLUME, RÉÉVALUATION, AUTRES CHANGEMENTS EN VOLUME).....	189
1.2.2 L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER (RÔLE DES VOLUMES ET DES POURCENTAGES).....	190
2 LA CONSTRUCTION D'UNE NOMENCLATURE « IDÉALE »	191
2.1 LES OBJECTIFS DE LA NOMENCLATURE « IDÉALE »	191
2.1.1 LES OBJECTIFS PROPOSÉS	191
2.1.2 LA NOMENCLATURE UTILISÉE	192
2.2 LES RÉSULTATS OBTENUS AVEC LA NOMENCLATURE PROPOSÉE	192
2.2.1 PLACEMENTS NE COMPORTANT PAS DE RISQUE DU POINT DE VUE DE L'ÉPARGNANT	193
2.2.2 PLACEMENTS COMPORTANT UNE PART DE RISQUE DU POINT DE VUE DE L'ÉPARGNANT	195

Tableaux et encadrés

Encadré 1 – Les différentes composantes de l'épargne salariale.....	197
Tableau 1 - Tableau de financement brut des ménages 1995-2001, en variations de passif (% par rapport au revenu disponible brut).....	182
Tableau 2 - Le tableau de financement brut en variation de passif et avec l'épargne brute (% par rapport au RDB)182	
Tableau 3-Tableau de financement brut 1995-2001 en crédits nouveaux et remboursements (% par rapport au RDB).....	184
Tableau 4 - Flux des placement financiers 1995-2001 , en millions d'euros.....	185
Tableau 5 - Flux des placement financiers 1995-2001 , en %	13
Tableau 6 - Les facteurs d'évolution du patrimoine financier 1995-2001, en millions d'euros.....	189
Tableau 7 - Les facteurs d'évolution du patrimoine financier des ménages 1995-2001, en % du patrimoine d'ouverture, 1995 = 100.....	190
Tableau 8 - Flux et réévaluations de trois classes principales des actifs « risque marché », 1995-2001, en millions d'euros.....	190

Tableau 9 - Patrimoine financier des ménages français 1995-2001, encours en millions d'euros	195
Tableau 10 - Patrimoine financier des ménages français 1995-2001, encours en %.....	197
Tableau 11 - Evolution de la part des « actifs risqués » dans le patrimoine financier des ménages (en %)	198

RÉSUMÉ-CONCLUSION

En matière financière et s'agissant des ménages, les comptes nationaux de notre pays sont généralement de bonne qualité. Ils comportent toutefois un domaine faisant encore apparaître de grossières erreurs qu'il importe de corriger le plus rapidement possible : la série de portefeuilles d'actions non cotées attribués aux ménages. On gagne en outre beaucoup, en analysant ces comptes, à entrer dans un détail plus fin que celui qui caractérise la nomenclature utilisée dans les publications.

De 1995 à 2001, le patrimoine financier des ménages résidant en France a crû à un rythme annuel moyen supérieur à 7%, ce qui est nettement supérieur au rythme de progression du revenu disponible (environ 4%). Mais il faut clairement distinguer les **quatre premières années** de cette période (1995-1999), au cours desquelles le patrimoine financier croît à un rythme très proche de 10% l'an, et les **deux dernières années** (2000-2001) pour lesquelles ce rythme tombe au-dessous de 2%. En 2001, en raison de la chute des cours boursiers, c'est même à un léger reflux que l'on assiste.

Ce découpage est également valable en ce qui concerne l'évolution de la composition de ce patrimoine : **entre 1995 et 2000, la part des actifs risqués dans le total passe de moins de 22% fin 1995 à plus de 35% fin 2000, pour retomber à 32% à la fin de 2001.**

Parmi les produits à risque qui ont notablement accru leur part dans le patrimoine total jusqu'à fin 2000, il faut noter le portefeuille d'**actions non cotées** (redressé par nos soins) dont la part fait plus que doubler, les **supports en unités de compte** de l'assurance vie vendus dans le cadre des produits multi-supports, les **fonds actions et diversifiés**, les **FCPE** qui constituent une partie importante de l'épargne salariale et, dans une moindre mesure, les **fonds propres des sociétés autres que les S.A..** En revanche, curieusement, la part du portefeuille d'actions cotées détenues en direct, y compris dans le cadre d'un PEA, n'a guère augmenté et se retrouve pratiquement en fin de période au même niveau qu'en début (moins de 5% du total).

Ces évolutions des encours résultent à la fois de la composition des nouveaux placements et des évolutions de prix sur les marchés. Mais l'on peut s'intéresser aux seuls **nouveaux placements**, plus caractéristiques des choix réellement opérés par les ménages. Le montant moyen de ces nouveaux placements ressort, en moyenne annuelle, sur la période à quelque 95 milliards d'euros. S'agissant de leur **composition**, on observe que, si la part des supports en unités de compte de l'assurance vie dans le total a commencé de s'accroître notablement dès 1996-1997, il n'en pas été de même en ce qui concerne les achats d'actions cotées, ni les souscriptions de part d'OPCVM actions. En revanche, pour ces deux produits, l'année 2000 a été glorieuse : près de 7 milliards d'euros d'actions cotées et plus de 17 milliards d'achats de parts de fonds actions ou diversifiés. Hélas, ces

souscriptions ont évidemment eu lieu au plus mauvais moment, au sommet des indices boursiers et avant le retournement que l'on sait.

En ce qui concerne enfin **l'épargne salariale**, on a pu isoler aisément la partie placée en FCPE et, plus difficilement, les comptes bloqués dans les entreprises correspondant à une partie de la participation. Il est, en revanche, très délicat d'estimer la partie du portefeuille d'actions des ménages correspondant à l'actionnariat salarié. Cependant, l'épargne salariale, tout compris, ne devrait pas, en fin de période dépasser 3% du patrimoine financier des ménages, une part qui, pour modeste qu'elle soit, n'est sans doute pas inférieure à celle qui est actuellement observée, en ce domaine, dans les autres grands pays de l'Union européenne.

INTRODUCTION

Les comptes financiers nationaux publiés en France sont en général de bonne qualité si on les compare à la plupart des comptes publiés dans les autres pays. Ils n'en comportent pas moins certaines imperfections ou insuffisances qui limitent leur usage dans le cadre d'une étude approfondie de l'évolution des comportements des ménages.

On sait que ces comptes financiers ont comme pièces maîtresses les Tableaux d'opérations financières (TOF) en flux et en encours établis à la Banque de France et publiés conjointement avec les comptes réels dans les rapports annuels sur les comptes de la Nation que diffusent l'INSEE.

Certaines imperfections ou insuffisances sont à la fois le fait des flux et des encours, d'autres concernent les seuls encours. Dans tout ce qui suit, on s'intéressera aux seuls actifs financiers des ménages résidant en France et non à leur passif.

Imperfections ou insuffisances concernant à la fois les flux et les encours :

- la nomenclature utilisée dans les publications, qui correspond le plus souvent aux règles du Système européen de comptes mis en place depuis 1999, est souvent trop agrégée pour permettre un diagnostic précis en ce qui concerne les risques réellement supportés par les épargnants ; ainsi en est-il, par exemple, de l'absence de distinction en ce qui concerne l'assurance vie entre, d'une part, les créances sur les supports en euros ou en devises et, d'autre part, les supports en unités de compte ;
- à l'opposé, certains types d'épargne, comme par exemple l'épargne salariale, sont en fait ventilés dans plusieurs rubriques de la nomenclature et ne peuvent donc faire l'objet d'une analyse globale dont l'intérêt est pourtant certain ;
- certains postes du patrimoine financier des ménages et des flux nouveaux de placements qui leur sont affectés soulèvent de légitimes interrogations : c'est le cas, par exemple, du portefeuille d'actions non cotées dont on peut penser que, pour diverses raisons, les publications actuelles surestiment fortement la valeur ; on pourrait aussi mentionner – et cela recoupe la question de l'épargne salariale soulevée ci-dessus – l'absence de distinction, au sein du portefeuille d'actions cotées des ménages, entre les actions détenues par les salariés des dites entreprises et les actions détenues par des personnes étrangères à ces entreprises.

Imperfections ou insuffisances concernant les seuls encours d'actifs financiers

Indépendamment des questions mentionnées ci-dessus, les actifs financiers en encours peuvent soulever de légitimes interrogations qui portent sur des éléments du compte de variation des patrimoines, éléments qui permettent de passer du

patrimoine d'ouverture du début de l'année au patrimoine de clôture de fin d'année :

- le mode de réévaluation des différents encours transitant par le marché ou dont les prix nominaux peuvent évoluer n'est pas toujours suffisamment transparent et les résultats obtenus sont donc parfois sujets à caution ; ainsi en est-il, une fois de plus (mais ce n'est pas vraiment un sujet d'étonnement) des plus-values en capital associées au portefeuille d'actions non cotées ; mais on pourrait aussi à bon droit s'interroger sur les plus-values associées à certaines catégories d'OPCVM ;
- les « autres variations en volume » (AVV) ont fait récemment leur apparition dans la comptabilité nationale française – c'est l'une des premières d'Europe à cet égard – mais une chose est de faire apparaître ces AVV et une autre de pouvoir les interpréter de façon satisfaisante¹.

L'objectif principal de la présente étude est de remédier autant que faire se peut aux difficultés qui viennent d'être mentionnées et de fournir par conséquent des données mieux adaptées à un diagnostic rigoureux des évolutions intervenues au cours de la période 1995-2001 dans les choix de placements des épargnants résidant en France et dans la composition de leur patrimoine financier.

¹ *On sait que ces AVV correspondent à des changements d'affectation d'unités élémentaires (par exemple, une entreprise individuelle se transforme en société) ou de nature de certains actifs (transformation d'un immeuble en société civile, par exemple). La présence de ces AVV donnent évidemment plus de rigueur au passage du patrimoine d'ouverture au patrimoine d'ouverture : en leur absence, la différence entre le patrimoine de fermeture d'une part et la somme du patrimoine d'ouverture et du flux nouveau de placements débouche sur un agrégat qui comprend à la fois, de façon indistincte, les « réévaluations » et les AVV.*

L'ENVIRONNEMENT DE L'ANALYSE

Dans cette partie du rapport, nous nous en tiendrons le plus souvent aux informations publiées, alors que dans la seconde partie nous utiliserons un certain nombre de sources nouvelles permettant de descendre dans un plus grand détail en ce qui concerne les actifs financiers considérés. On commencera par analyser l'importance et la composition des flux de placements financiers au cours de la période étudiée ; on procédera ensuite à l'examen des informations livrées par les comptes de patrimoine quant à la dynamique des patrimoines financiers entre 1995 et 2001. Dans l'un et l'autre cas, comme d'ailleurs dans le reste de cette étude, le secteur concerné est le secteur 14 qui recouvre les ménages stricto sensu et les entrepreneurs individuels.

I. IMPORTANCE ET COMPOSITION DES FLUX DE PLACEMENTS FINANCIERS

On étudiera ici d'abord l'équilibre ressources-emplois des ménages dans les comptes de flux « réels et financiers », puis l'évolution de la composition des seuls flux de placements financiers au cours de la période sous étude.

A. LE TABLEAU DE FINANCEMENT DES MÉNAGES DE 1995 À 2001

En prenant comme « ressources annuelles » des ménages leur revenu disponible et l'augmentation de leur passif (ou, mieux encore, l'ensemble des nouveaux crédits souscrits), on peut mettre en regard les différents « emplois » de ces ressources : consommation finale, formation de capital fixe, flux nouveau de placements financiers (et, dans le cas de nouveaux crédits, le montant des remboursements réalisés sur l'année).

Ce « tableau de financement » des ménages présentant simultanément leurs « ressources » et les « emplois » de ces ressources dans les comptes de flux réels et financier est d'abord établi en montants. Il est cependant souvent commode, comme ci-dessous, de le calculer en % par rapport au revenu disponible.

Du côté des ressources, l'excédent par rapport à un fait apparaître l'importance du recours au crédit sous la forme de la variation de passif. Le « taux de consommation » apparaît ici, par définition, comme le complémentaire à un du taux d'épargne. Quant aux autres emplois, leur taux est déjà celui qui apparaîtra dans les deux tableaux suivants.

Les « ressources » qui se situent à 104% du RDB de 1995 à 1998 culminent ensuite à près de 108% en 1999, en raison d'une variation globale de passif qui est proche de 4% pour retomber ensuite au-dessous de 103%.

Du côté des « emplois », la part de la consommation paraît assez stable entre 84 et 85% - comme le sera celle de l'épargne dans le tableau suivant. La part des investissements bruts est plus remarquablement stable encore, entre 8,4 et 8,8% du revenu disponible. Quant au taux de placements financiers, il fait apparaître des variations de plus grande ampleur (près de 15% en 1999 !), mais son niveau « normal » paraît tout de même se situer entre 10 et 12% du RDB.

Tableau 11 – Tableau de financement brut des ménages 1995-2001, en variations de passif (% par rapport au revenu disponible brut)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ressources	104.0	104.0	104.0	103.6	107.9	102.6	102.9
Revenu disponible brut	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Variation du passif	0.4	1.5	1.9	1.5	3.8	3.1	2.7
Ventes nettes d'actifs et autres éléments du passif	3.6	2.5	2.1	2.1	4.1	-0.5	0.2
Emplois	104.0	104.6	104.0	103.6	107.9	102.6	102.9
Consommation des ménages	84.0	85.0	83.9	84.4	84.7	84.5	83.9
Placements financiers	11.2	10.6	11.7	10.7	14.5	9.4	10.4
Investissements bruts	8.7	8.5	8.4	8.5	8.8	8.8	8.6

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

En tenant compte de la définition de l'épargne (RDB moins consommation finale), on peut centrer le tableau de financement des ménages sur l'emploi de ces deux ressources financières que sont l'épargne et le recours au crédit. Dans le premier des deux tableaux ci-dessous, le recours au crédit est encore mesuré par la seule variation du passif total des ménages ; dans le second, de façon beaucoup plus satisfaisante, on a fait apparaître, d'un côté, les nouveaux crédits « habitat », de l'autre, les nouveaux crédits à la consommation, cependant que les remboursements de ces crédits apparaissent en « emplois ».

Tableau 12 – Le tableau de financement brut en variation de passif et avec l'épargne brute (% par rapport au RDB)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ressources	20.1	19.6	20.1	19.2	23.3	18.1	18.9
Epargne brut	16.0	15.0	16.1	15.6	15.3	15.5	16.1
Variation de passif	0.4	1.5	1.9	1.5	3.8	3.1	2.7
Ventes nettes d'actifs et autres éléments du passif	3.7	3.2	2.1	2.1	4.1	-0.5	0.2
Emplois	20.1	19.6	20.1	19.2	23.3	18.1	18.9
Placements financiers	11.2	10.6	11.7	10.7	14.5	9.4	10.4
Investissements bruts	8.7	8.5	8.4	8.5	8.8	8.8	8.6

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

Tableau 13 – Tableau de financement brut 1995-2001 en crédits nouveaux et remboursements (% par rapport au RDB)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ressources	29.2	29.4	30.4	30.5	34.3	29.2	30.3
Epargne brute	16.0	15.0	16.1	15.6	15.3	15.5	16.1
Crédits nouveaux à l'habitat	4.6	5.4	5.6	6.1	7.3	7.1	7.1
Crédits nouveaux à la consommation	5.2	6.0	6.2	6.6	7.2	7.0	6.8
Variation de l'encours des crédits aux EI	-0.2	-0.1	0.3	0.0	0.4	0.1	0.1
Ventes nettes d'actifs et autres éléments du passif	3.7	3.2	2.1	2.1	4.1	-0.5	0.2
Emplois	29.2	29.4	30.4	30.5	34.3	29.2	30.3
Remboursements des prêts immobiliers	4.6	5.1	4.8	5.4	5.1	4.9	5.1
Remboursements des prêts consommation	4.7	5.3	5.5	5.9	6.0	6.2	6.3
Placements financiers	11.2	10.6	11.7	10.7	14.5	9.4	10.4
Investissements bruts	8.7	8.5	8.4	8.5	8.8	8.8	8.6

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

On constate ainsi que le taux d'épargne brut des ménages n'est jamais passé au-dessous de 15% depuis 1995 et qu'il a été particulièrement élevé (plus de 16%) en 1997 et en 2001. S'agissant des taux de recours au crédit, ils ont augmenté au cours de la période aussi bien pour le crédit à la consommation que pour le crédit habitat : le point culminant a été atteint en 1999 avec un taux global de crédits nouveaux de près de 15%, soit un montant comparable à celui de l'épargne brute. En ce qui concerne le recours au crédit, 2000 et 2001 apparaissent comme en léger reflux par rapport à 1999.

Du côté des « emplois », les remboursements en capital des crédits à la consommation (sur des encours nettement plus faibles que le crédit habitat, mais avec des durées de remboursement évidemment beaucoup plus courtes) dépassent les remboursements du crédit habitat depuis 1996 et ce, l'écart tend plutôt à se creuser : en effet, d'un côté, le crédit à la consommation garde un bon dynamisme, de l'autre, on assiste à un certain allongement de la durée des prêts à l'habitat qui a pour conséquence de limiter l'augmentation du poids des remboursements dans le RDB. S'agissant du taux de placements financiers et du taux d'investissement brut, les évolutions ne sont évidemment pas différentes de celles que mettait en évidence le premier tableau.

B. L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DES FLUX DE PLACEMENTS DANS LA NOMENCLATURE PUBLIÉE AU COURS DE LA PÉRIODE ÉTUDIÉE

Le montant de placements financiers apparaît comme assez fluctuant d'une année à l'autre : sur l'ensemble de la période, sa moyenne ressort à près de 95 mds d'euros ; une tendance à la hausse se dessine : la moyenne sur les quatre premières années est, en effet, nettement inférieure à 90 mds d'euros, alors qu'elle se hisse à plus de 100 pour les trois dernières. Avec plus de 125 mds d'euros, l'année 1999 apparaît comme exceptionnelle : on a vu ci-dessus que cette année s'était caractérisée par un recours au crédit spécialement élevé : 15% du RDB de crédits nouveaux contre quelque 12% seulement au cours des années précédentes, soit 3% en plus. Or 3% du RDB de 1999 (863 mds d'euros), cela représente un peu moins de 26 mds d'euros quand le flux de placements financiers a augmenté, quant à lui, de 36 mds d'euros. Nul doute donc que la plus grande partie de l'augmentation du flux de placements financiers en 1999 s'explique par un recours plus important au crédit : en particulier, les nouveaux crédits obtenus par les ménages acheteurs de logements anciens – ces transactions ont été importantes cette année-là - se retrouvent intégralement dans les actifs financiers des ménages vendeurs qui les placent en utilisant différents produits financiers.

Tableau 14 – Flux des placement financiers 1995-2001 , en millions d'euros

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
AF21	Billets et pièces	192	178	464	384	3265	-140	-13895
AF22	Dépôts transférables	11156	-3862	2529	5202	19415	-3940	16292
AF293	Epargne contractuelle	24027	36482	28111	13978	11111	-12504	-2456
AF29 ¹	Autres dépôts	25176	-2712	11889	7491	-2601	6913	23673
AF3	Titres hors actions	4496	-2398	-18717	-2928	-2446	-3098	-2195
AF4	Crédits	1670	1511	3368	-7470	2367	4342	1375
AF42	<i>Crédits à long terme</i>	1383	678	2194	-7755	2834	4286	1707
AF511	Actions cotées	-4983	-965	-3641	-555	-4389	7813	-1421
AF512	Actions non cotées	3834	2802	4723	1976	-1143	-1711	1829
AF513	Autres participations	2822	4695	3399	2808	8494	3662	4599
AF521	Titres d'O.P.C.V.M. monétaires	-20079	-19136	-10811	-4623	1533	-2854	5179
AF522	Titres d'O.P.C.V.M. généraux	-15314	-304	-8150	3263	5968	10722	759
AF523	Titres de fonds d'investissement divers	287	2621	4781	3289	7504	6232	343
AF61(a)	Assurance vie	49258	62958	69329	46802	49509	59552	53737
AF61(b)	Fonds pension	5324	103	2658	5274	9240	9145	9930
AF62	Réserves primes et sinistres	2216	510	3830	4695	7577	3131	2294
AF7	Autres comptes à recevoir ou à payer	-3274	848	989	9873	9871	-2680	-1716
AF98	Total	86808	83331	94751	89459	125275	84585	98327

¹ *Excepte AF293 – épargne contractuelle*

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

En moyenne sur la période, la contribution des **produits d'assurance vie** aux nouveaux placements est de 60%. Cette contribution varie fortement d'une année à l'autre : on atteint pratiquement les trois quarts en 1996 et 1997, mais moins de 40% en 1999. Un léger tassement se dessine sans doute sur les trois dernières années (55% « seulement » de contribution).

L'intermédiation bancaire, hors moyens de paiement, a une part globale moyenne sur la période de près de 27% : 11 % pour les livrets défiscalisés et fiscalisés et près de 16% pour l'épargne contractuelle. Mais ces parts respectives ont évolué : entre 1995 et 1997, la part de l'épargne contractuelle est très importante, alors que la part des livrets se tasse. A partir de 1998, la part de l'épargne contractuelle commence à baisser et, en 2000, elle devient même fortement négative (les sorties sur le PEP sont importantes et la collecte sur le PEL s'est beaucoup ralentie). En 2001, la collecte sur l'ensemble des livrets se redresse fortement cependant que la variation d'encours sur l'épargne contractuelle reste négative.

En ce qui concerne **la monnaie manuelle**, on observera le début de contraction en 2000 et surtout la forte contraction en 2001, en anticipation de l'échange du 1er janvier 2002.

En ce qui concerne les **OPCVM monétaires**, la contribution reste fortement négative jusqu'à 1998 (reflux de l'accumulation réalisée entre 1989 et 1993) et est en moyenne positive pour les années 1999 à 2001.

S'agissant des **OPCVM généraux**, la contribution moyenne est faiblement négative sur la période, mais les souscriptions des années 1998 à 2000 sont relativement importantes. On verra plus loin la substitution qui s'est opérée au cours de cette période et jusqu'à 2000 en faveur des OPCVM actions et diversifiés.

Les **fonds d'investissement divers** font apparaître sur la période une contribution moyenne de près de 4% : il s'agit pour beaucoup des flux d'épargne salariale investis en FCPE, et secondairement de souscriptions sur les SCPI.

La souscription nette **d'actions cotées** n'est positive (elle l'est alors fortement) que pour l'année 2000 qui semble donc avoir été assez exceptionnelle à cet égard. Quant aux actions non cotées, leur contribution est positive sur la période (2% du flux global), mais elle a surtout été importante entre 1995 et 1997. On notera enfin la contribution importante et régulière des « autres participations » représentatives des mises de fond sur les SARL et les autres types de sociétés (hors S.A.).

Enfin, les **réserves pour primes (non acquises aux sociétés d'assurance)** et **sinistres (en cours de règlement)** font ressortir une contribution moyenne de près de 4%, ce qui est donc loin d'être négligeable.

Tableau 15 - Flux des placement financiers 1995-2001 , en %

Codes		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Moyenne 95-01
AF21	Billets et pièces	0.2	0.2	0.5	0.4	2.6	-0.2	-14.1	-1.5
AF22	Dépôts transférables	12.9	-4.6	2.7	5.8	15.5	-4.7	16.6	6.3
AF293	Epargne contractuelle	27.7	43.8	29.7	15.6	8.9	-14.8	-2.5	15.5
AF29 ¹	Autres dépôts	29.0	-3.3	12.5	8.4	-2.1	8.2	24.1	11.0
AF3	Titres hors actions	5.2	-2.9	-19.8	-3.3	-2.0	-3.7	-2.2	-4.1
AF4	Crédits	1.9	1.8	3.6	-8.4	1.9	5.1	1.4	1.1
AF42	<i>Crédits à long terme</i>	1.6	0.8	2.3	-8.7	2.3	5.1	1.7	0.7
AF511	Actions cotées	-5.7	-1.2	-3.8	-0.6	-3.5	9.2	-1.4	-1.0
AF512	Actions non cotées	4.4	3.4	5.0	2.2	-0.9	-2.0	1.9	2.0
AF513	Autres participations	3.3	5.6	3.6	3.1	6.8	4.3	4.7	4.5
AF521	Titres d'O.P.C.V.M. monétaires	-23.1	-23.0	-11.4	-5.2	1.2	-3.4	5.3	-8.5
AF522	Titres d'O.P.C.V.M. généraux	-17.6	-0.4	-8.6	3.6	4.8	12.7	0.8	-0.7
AF523	Titres de fonds d'investissement divers	0.3	3.1	5.0	3.7	6.0	7.4	0.3	3.7
AF61(a)	Assurance vie	56.7	75.6	73.2	52.3	39.5	70.4	54.7	60.3
AF61(b)	Fonds pension	6.1	0.1	2.8	5.9	7.4	10.8	10.1	6.2
AF62	Réserves primes et sinistres	2.6	0.6	4.0	5.2	6.0	3.7	2.3	3.5
AF7	Autres comptes à recevoir ou à payer	-3.8	1.0	1.0	11.0	7.9	-3.2	-1.7	1.8
AF98	Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	Total en millions d'euros	86 808	83 331	94 751	89 459	125 275	84 585	98 327	94 648

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

¹ Excepte AF293 – épargne contractuelle

II. CROISSANCE ET COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER

On analysera dans ce paragraphe la croissance du patrimoine en faisant apparaître la part des volumes et des prix, d'abord globalement, ensuite en ce qui concerne les différents actifs concernés.

A. LES FACTEURS DE CROISSANCE DU PATRIMOINE FINANCIER SUR LA PÉRIODE (VOLUME, RÉÉVALUATION, AUTRES CHANGEMENTS EN VOLUME)

Le premier tableau ci-dessous décompose la croissance annuelle des patrimoines financiers en distinguant le flux de nouveaux placements financiers, le montant des réévaluations d'actifs dues aux mouvements de prix et enfin le facteur « autres variations en volume » AVV) qui n'est apparu que récemment dans nos comptes nationaux et qui ne figure dans presque aucun autre pays (à l'exception du Danemark). Le second tableau fait apparaître, en %, la croissance annuelle des patrimoines financiers et les contributions de chacun des trois facteurs en % du montant du patrimoine de début d'année.

Tableau 16 – Les facteurs d'évolution du patrimoine financier 1995-2001, en millions d'euros

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Flux	Nd	83 330	94 752	89 461	125 276	84 583	98 327
Réévaluations	Nd	70 356	64 956	105 512	188 454	9 850	-101 217
AVV	Nd	6 917	1 981	-28 396	-22 331	-3 684	0
Patrimoine financier total	1 713 803	1 874 407	2 036 094	2 202 670	2 494 070	2 584 818	2 581 927

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

La croissance annuelle moyenne du patrimoine ressort à 7,2%, soit beaucoup plus que celle du RDB (autour de 4%). Le profil de la période est assez particulier : la croissance est très forte (entre 8 et 9%) de 1996 à 1998 ; elle est exceptionnelle en 1999 (plus de 13%) en raison de la bulle « boursière » ; la décélération de 2000 et brutale et, en 2001, le patrimoine financier des ménages a légèrement reflué.

La contribution du flux nouveau de placements est importante et assez régulière, le plus souvent comprise entre 4 et 5% du patrimoine d'ouverture, malgré les fluctuations que nous avons signalées en ce qui concerne le montant de ce flux. La contribution des réévaluations est évidemment beaucoup plus irrégulière : elle est supérieure à celle du flux de placements en 1998 et 1999, mais elle reflue brutalement ensuite, pour devenir fortement négative en 2001 (comme elle le sera évidemment en 2002).

Au total donc et malgré la décélération de fin de période, on pourrait montrer aisément que le patrimoine financier a crû plus vite que le patrimoine non financier (principalement résidentiel) dans le patrimoine total des ménages.

Tableau 17 Les facteurs d'évolution du patrimoine financier des ménages 1995-2001, en % du patrimoine d'ouverture, 1995 = 100

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Moyenne 96-01
Flux	4.9	5.1	4.4	5.7	3.4	3.8	4.5
Réévaluations	4.1	3.5	5.2	8.6	0.4	-3.9	3.0
AVV	0.4	0.1	-1.4	-1.0	-0.1	0.0	-0.3
Croissance annuelle	9.4	8.6	8.2	13.2	3.6	-0.1	7.2
Patrimoine financier total (croissance cumulée)	109.4	118.8	128.5	145.5	150.8	150.7	

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

B. L'ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER (RÔLE DES VOLUMES ET DES PRIX)

Pour trois catégories de « placements à risque », les actions cotées, les actions non cotées et les OPCVM à moyen et long terme, nous avons simplement sommé d'un côté l'ensemble des flux de placements financiers sur les sept années 1995-2001, de l'autre, l'ensemble des « réévaluations » telle qu'elles ressortent des comptes nationaux. Le tableau ci-dessous donne une bonne idée du caractère exceptionnellement favorable de la période étudiée et, plus précisément, des années 1996-1999 en ce qui concerne le comportement des marchés boursiers. Pour deux catégories de produits, les actions cotées et les OPCVM généraux, les ménages sont « vendeurs nets », modérément en ce qui concerne les OPCVM généraux et de façon plus importante en ce qui a trait aux actions cotées. Mais la bonne tenue de la Bourse en moyenne permet cependant aux ménages d'engranger d'importantes plus-values nominales sur ces deux actifs : plus de 90 milliards d'euros pour les actions cotées et plus de 33 milliards pour les OPCVM généraux. En ce qui a trait aux actions non cotées, le flux global est certes assez conséquent, mais les plus-values associées à la détention du portefeuille sont cependant treize fois plus importantes que ce flux. Il s'agit évidemment de plus-values latentes et non réalisées : ce que le marché a fait, il peut encore le défaire. Cette analyse donne une idée assez précise, dans l'environnement de volatilité que nous connaissons, du mode de croissance (ou de décroissance) du poids relatif des actifs exposés au risque de marché dans l'ensemble du patrimoine financier des ménages.

Tableau 18 – Flux et réévaluations de trois classes principales des actifs « risque marché », 1995-2001, en millions d'euros

	Flux 1995-2001	Réévaluations et AVV 1995-2001
Actions cotées	-8 141	91 375
Actions non cotées	12 309	155 574
OPCVM généraux	-3 056	33 240
Total	1 112	280 189

LA CONSTRUCTION D'UNE NOMENCLATURE « IDÉALE »

Après avoir exposé les objectifs visés dans la construction de cette nomenclature « idéale », nous présenterons, dans un second temps, les résultats obtenus en essayant d'aller assez au-delà des informations officiellement publiées jusqu'ici.

I. LES OBJECTIFS DE LA NOMENCLATURE « IDÉALE »

S'agissant de l'évolution du patrimoine des ménages, il nous paraît intéressant de pouvoir préciser l'évolution du degré de risque supporté par les ménages au cours de la période : on a beaucoup parlé, s'agissant de la période considérée, de l'augmentation de l'importance absolue et relative des actifs risqués au sein du patrimoine financier des ménages, au moins jusqu'à l'année 2001. Concrètement, comment cette évolution s'est-elle faite ? Quels en ont été les supports précis ? Quelle répartition des risques ces nouveaux supports induisent-ils entre les épargnants et leurs « débiteurs » au sens large ?

A. LES OBJECTIFS PROPOSÉS

Du point de vue des épargnants, **c'est la double dimension du risque et de la liquidité** qui nous semble devoir être privilégiée :

- le « **risque** » est pris ici dans un sens très large : il englobe toutes les formes d'incertitudes qui peuvent concerter un placement (évolution instantanée de la valeur du capital, évolution des revenus, risque de défaut éventuel au moment du remboursement...etc.) ;
- la « **liquidité** » du placement réalisé : il s'agit bien sûr de son aptitude à être transformé rapidement en moyens de paiement, si possible sans aucune pénalité d'aucune sorte (contractuelle, réglementaire, fiscale).

On a évidemment compris que le couple risque/liquidité conditionnait le plus souvent le niveau du rendement global (revenu courant et plus-values) à attendre du placement considéré, depuis les placements peu risqués et liquides auxquels est associé en principe un rendement modeste (le contre-exemple est évidemment fourni actuellement par le LEP) jusqu'aux placements risqués et peu liquides auxquels doit être associé une rendement relativement élevé.

De ce double point de vue, on peut essayer de « situer » les principaux « supports » utilisées par les ménages :

- supports peu risqués et liquides : toute la gamme des livrets, les OPCVM monétaires ;
- supports risqués et liquides : détention directe d'actions cotées ; aux actions non cotées est probablement associé un « couple » assez différent avec, sauf cas extrême, moins de volatilité, mais aussi moins de liquidité ; les obligations cotées possèdent évidemment une bonne liquidité, mais supportent aussi un important risque de taux, sans parler du risque de défaut qui s'est souvent beaucoup renforcé au cours de la période étudiée ;
- supports risqués et peu liquides : le PEA en est un exemple ; on peut certes transformer ses titres en liquidités, mais sans pouvoir utiliser ces dernières à autre chose qu'à un remplacement dans le cadre du PEA ; l'assurance vie en unités de compte dans le cadre de contrats « mono-support » en est un autre exemple ; les contrats « multisupports » ont évidemment réduit le risque du produit avec l'apparition du compartiment en euros ; il

- faudrait naturellement ajouter ici les créances sur les caisses de retraites capitalisées à cotisations définies, par opposition aux prestations définies ;
- support peu risqués et peu liquides : on peut citer ici les contrats d'assurance vie en euros (il en serait différemment des supports en devises) dont le rendement comporte un minimum garanti, mais dont la liquidité – souvent proposée sous diverses formes – est en fait « contre nature » ; on pourrait aussi mentionner les caisses de retraite capitalisées à prestations définies, par opposition aux caisses de retraite capitalisées à cotisations définies dont le risque, on l'a dit, est important pour l'assuré, sans que la liquidité en soit accrue.

A ces objectifs assez généraux, il convient d'adoindre au moins un objectif particulier : celui d'y voir clair dans les différentes composantes de l'épargne salariale, ce qui sera tenté plus loin.

B. LA NOMENCLATURE UTILISÉE

Finalement, compte tenu des objectifs qui viennent d'être fixés, nous avons été amenés à introduire, par rapport à la nomenclature utilisée dans les publications officielles, les corrections, compléments et détails suivants :

- nous établissons une nouvelle série en ce qui concerne le poste actions non cotées (F512) pour redresser la forte surestimation de ce poste dans les publications officielles de la BDF (erreur d'affectation et problème de valorisation) ;
- au sein du poste F429 (Autres prêts à long terme), nous faisons apparaître le montant des « participations bloquées » qui constituent l'une des composantes de l'épargne salariale ;
- au sein du poste « actions cotées » (F511), nous distinguons, autant que faire se peut, le montant du portefeuille correspondant à l'actionnariat des salariés dans l'entreprise dans laquelle ils travaillent ;
- au sein du poste « fonds d'investissement divers » (F523), nous faisons ressortir trois sous-catégories : les FCPE (composante importante de l'épargne salariale), les SCPI, placement relativement modeste, mais original à plus d'un égard, et un résidu baptisé « autres » ;
- au sein du poste F611, Droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance vie, nous distinguons les droits associés à des supports en unités de compte et les droits associés à des supports en euros ou en devises.

On vérifiera aisément que la nouvelle nomenclature obtenue, nettement plus détaillée que la nomenclature utilisée dans les publications, permet d'atteindre aussi bien les objectifs généraux décrits ci-dessus que l'objectif particulier concernant la connaissance de l'épargne salariale.

II. LES RÉSULTATS OBTENUS AVEC LA NOMENCLATURE PROPOSÉE



Finalement, dans la nomenclature la plus détaillée, nous avons pu distinguer 23 rubriques différentes : 8 d'entre elles viennent se substituer à 3 rubriques moins détaillées des publications officielles (F 429 Autres prêts à long terme, F 61 Droits nets des ménages sur les sociétés d'assurance vie, F 522 OPCVM généraux). S'agissant de la série d'actions non cotées (F 512), nous avons déjà signalé que nous avions procédé à un ajustement substantiel.

On classera les différentes rubriques suivant qu'elles comportent, ou non pour l'épargnant, une part de risque, autre que le risque d'inflation.

A. PLACEMENTS NE COMPORTANT PAS DE RISQUE DU POINT DE VUE DE L'ÉPARGNANT

Pièces et billets : leur part dans le patrimoine financier décline lentement entre 1995 et 2000 ; en 2001, cette baisse s'accélère en 2001 du fait de la préparation de l'échange de monnaie manuelle au 1er janvier 2002.

Dépôts transférables : il s'agit, on le sait, de dépôts le plus souvent associés à la détention de chéquiers ; leur poids est légèrement décroissant entre 1995 et 2000 ; il reprend de l'importance en 2001 : une partie des francs « rentrés » se transforme en effet en dépôts sur le compte de chèques.

Epargne contractuelle : elle est essentiellement composée des encours sur PEP et sur PEL ; globalement, elle représente encore près de 10% du patrimoine financier des ménages en 2001, mais elle a culminé à près de 12% en 1997 ; c'est que le PEP a beaucoup décollecté à partir de 1998-1999 ; quant à l'encours des PEL sa croissance s'est aussi ralentie ; toutefois, son encours s'élève en fin de période à près de quatre fois l'encours sur les PEP et l'écart devrait continuer à se creuser.

Autres dépôts bancaires : il s'agit de livrets et dépôts à terme à moins de 2 ans. C'est la partie de l'intermédiation bancaire qui a le plus souffert : près de 18% du patrimoine en 1995, moins de 13% en 2000, avec un certain rebond en 2001 (recherche de sécurité).

Titres hors actions : il s'agit de titres de taux, le plus souvent à moyen et long terme (emprunts et obligations) ; si nous mettons cette rubrique dans les placements sans risque pour les épargnants, c'est que le comportement de ces derniers consiste souvent à conserver ces titres jusqu'au remboursement et que la part des obligations d'entreprise associées à un risque de défaut est minime en comparaison des emprunteurs souverains. La part de ces titres a été divisée par plus de deux entre 1995 et 2000 ; elle se stabilise en 2001 en raison de la recherche de sécurité dans un marché boursier fortement baissier.

Participation bloquée : il s'agit de cette part de la participation qui n'est pas placée en FCPE et qui reste en comptes bloqués dans les entreprises, rémunérés à un peu plus de 5% ; depuis 1996, le montant de ces comptes n'est pas passé au-dessous de 7 milliards d'euros ; leur poids dans le patrimoine financier est plutôt en baisse par rapport aux trois premières années de la période : 0,3% contre 0,4%.

OPCVM monétaires : leur part a été divisée par plus de 3 entre 1995 et 2000 ; pour des raisons principalement fiscales, on avait, on le sait, assisté à un très fort gonflement de l'encours entre 1989 et 1993 ; à partir de 1994, le reflux s'amorce et nous le voyons se poursuivre jusqu'à 2000 ; en 2001, on assiste en revanche à un léger redressement du fait de la recherche de sécurité et de liquidité par les ménages.

OPCVM obligataires et garantis : leur classement parmi les placements sans risque est certes un peu exagéré, mais, dans l'esprit des épargnants, il s'agit incontestablement de produits « sécuritaires » ; en début de période, cette rubrique représente plus de 45% des OPCVM généraux ; en 2000, sa part est tombée à moins du quart. La substitution en faveur des OPCVM actions a donc été importante.

Supports euros de l'assurance vie : le risque est ici davantage supporté par la société (engagement sur un taux minimum) que par l'assuré ; c'est une rubrique fort importante dont la part a crû de 18 à 20% du patrimoine financier entre 1995 et 1997 ; elle s'est ensuite stabilisée et s'est même un peu tassée en 1999 et 2000, quand les supports en unités de compte étaient au pinacle ; on assiste en revanche un assez net redressement en 2001 dans le cadre de la recherche de sécurité.

Fonds de pension : il s'agit ici pour beaucoup de caisses de retraites mutualistes dont le passé récent montre que tout risque n'est pas absent ; mais la part reste faible : 2,2% du patrimoine fin 2001.

Réserves primes et sinistres : il s'agit d'une part de primes versées par les épargnants et non encore « acquises » par les sociétés, d'autre part, du règlement de sinistres en cours dont les indemnités n'ont pas encore fait l'objet d'un versement ; dans les deux cas, on ne peut considérer que les épargnent supportent un risque ; le poids relatif de cette rubrique est stable au cours de la période, un peu au-dessous de 3%.

Autres comptes à recevoir : il s'agit pour beaucoup d'avances sur travaux en cours et de crédits accordés par des entreprises individuelles à des acheteurs ; là encore, la rubrique est assez stable aux alentours de 3% du patrimoine tout au long de la période sous étude.

Tableau 19 – Patrimoine financier des ménages français 1995-2001, encours en millions d'euros

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
AF21	Monnaie et billets	37 663	37 705	38 188	38 681	41 947	41 805	27 910
AF22	Dépôts transférables	165 982	166 926	172 155	170 018	200 061	196 073	213 334
AF293	Epargne contractuelle	177 470	213 952	242 063	256 042	267 153	254 630	252 174
AF92	Autres dépôts	303 318	300 701	312 377	320 079	316 445	322 428	346 085
AF3	Titres hors actions	94 684	92 279	73 174	77 111	69 600	64 348	63 423
AF4	Crédits	27 755	29 905	34 154	21 788	23 811	28 349	29 724
AF42	Autres prêts à long terme	24 507	25 754	28 858	15 996	18 552	23 013	24 720
AF429-1	<i>dont participations bloquées</i>	7 458	6 594	7 141	7 257	7 320	7 185	7 241
AF429-2	<i>dont comptes d'associés</i>	10 244	8 644	12 882	5 016	6 140	8 767	6 250
AF429-3	<i>autres prêts à long terme</i>	6 805	10 516	8 835	3 723	5 092	7 061	11 228
AF511	Actions cotées	75 549	93 087	106 970	106 566	123 726	137 312	116 579
AF512	Actions non cotées	92 940	125 847	159 677	214 694	314 719	312 876	253 510
AF513	Autres participations	76 107	84 409	90 244	98 285	110 515	123 716	136 071
AF521	Titres d'O.P.C.V.M. monétaires	64 565	46 203	35 616	31 272	31 437	28 666	34 122
AF522(a)	Titres d'O.P.C.V.M. actions et diversifiés	62 947	71 019	73 583	85 748	114 745	129 175	119 696
AF522(b)	Titres d'O.P.C.V.M. obligataires et garanties	52 959	55 105	52 612	56 434	43 937	39 447	40 375
AF523	Titres de fonds d'investissement divers	33 684	36 347	43 237	50 952	65 709	71 485	68 935
AF523-1	- FCPE	19 100	21 800	28 300	35 300	50 600	55 600	52 000
AF523-2	- SCPI	10 506	9 107	7 601	7 110	7 856	8 171	8 499
AF523-3	- Autres	4 078	5 440	7 336	8 542	7 253	7 714	8 436
AF61-1	Assurance-vie support euro et bons de capitalisation	306 000	356 000	414 000	445 151	474 802	496 700	535 138
	Assurance vie support unité de compte	23 000	34 500	46 200	66 315	111 500	138 855	139 755
AF61-2	Fonds pension	19 321	23 626	29 134	35 978	35 090	51 298	56 923
AF62	Réserves primes et sinistres	51 472	51 982	55 812	60 555	68 132	71 263	73 557
AF7	Autres comptes à recevoir ou à payer	48 386	54 813	56 895	67 001	80 739	76 389	74 616
AF98	Total EUR mio	1 713 802	1 874 405	2 036 092	2 202 671	2 494 070	2 584 816	2 581 927

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

B. PLACEMENTS COMPORTANT UNE PART DE RISQUE DU POINT DE VUE DE L'ÉPARGNANT

Comptes d'associés : il s'agit d'un mode de financement des PME, TPE et autres « start-up » ; il est difficile de dire que ce « placement » ne supporte pas de risque ; des fluctuations assez importantes sont enregistrées d'une année à l'autre avec des extrêmes allant de 13 à 5 milliards d'encours au cours de la période ; le poids relatif dans le patrimoine financier reste évidemment très modeste et en baisse à partir de 1998 par rapport aux trois premières années de la période.

Actions cotées : la valeur du portefeuille passe de 75 mds d'euros fin 1995 à 137 mds fin 2000, soit une croissance annuelle moyenne de près de 13% : elle est entièrement due à l'augmentation des prix puisqu'on a vu ci-dessus que la moyenne des achats nets sur ces 5 années avait été négative. Les souscriptions ont cependant été très importantes en 2000, c'est-à-dire au plus haut des indices, juste avant le « retournement des marchés ». En 2001, le reflux du portefeuille est de 15% seulement (-22% pour le CAC40). La part du portefeuille d'actions cotées dans le total du patrimoine financier reste étonnamment modeste puisqu'elle ne franchit que rarement la barre des 5% (1997 et 2000).

Actions non cotées : on sait qu'il s'agit d'un poste que nous avons beaucoup réduit en cours et en flux, par rapport aux publications officielles ; pourtant, entre 1995 et 2000, la croissance annuelle de ce portefeuille est de 27% par an, ce qui est le résultat de la conjonction de souscriptions nettes positives et de réévaluations favorables. Le reflux observé en 2001 est proche de 20%, soit pratiquement l'évolution du CAC40 : la mesure des réévaluations de ce poste n'est pas non plus sans poser quelques problèmes.

En fin de période, le poids relatif du portefeuille d'actions non cotées est 2,2 fois plus important que celui du portefeuille d'actions cotées, un rapport que l'on retrouve au moins de façon approchée dans d'autres pays européens.

Autres participations : la croissance de ce poste est d'un peu plus de 10% par an, avec une belle régularité ; il s'agit en fait des fonds propres des SARL et sociétés autres que les S.A.. En fin de période le poids relatif dans le patrimoine des ménages est de 5,3% contre 4,4 % en début de période.

OPCVM actions et diversifiés : la croissance annuelle de ce poste est de plus de 15% entre 1995 et 2000, avant le reflux de 2001. Ce poste culmine à 5% du patrimoine total en 2000 (contre 3,7% fin 1995) avant de retomber à 4,6% en 2001. Au sein des OPCVM généraux leur part a considérablement crû entre 1995 et 2000, dans le cadre de la substitution aux OPCVM obligataires décrite plus haut.

FCPE : il s'agit du poste le plus important d'épargne salariale avec un support actions majoritaire important (les trois cinquièmes fin 2000, sans compter les supports OPCVM). La croissance annuelle moyenne est de près de 24% entre 1995 et 2000 : elle est le résultat conjoint de flux de versements relativement importants et de la bonne tenue des marchés boursiers. Le reflux de 2001 reste modéré (-6,5%) ; en fin de période, cette rubrique ne dépasse cependant pas 2% de l'ensemble du patrimoine financier des ménages (1,1% en début de période).

Supports en unités de compte des contrats d'assurance vie : leur part dans le total passe de 1,3% fin 1995 à 5,4% en 2000 ; il s'agit donc d'une forte croissance due à la fois à des versements en rapide augmentation et à la bonne tenue des marchés. En 2001 a stoppé cette croissance.

Tableau 20 – Patrimoine financier des ménages français 1995-2001, encours en %

		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
AF21	Monnaie et billets	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.1
AF22	Dépôts transférables	9.7	8.9	8.5	7.7	8.0	7.6	8.3
AF293	Epargne contractuelle	10.4	11.4	11.9	11.6	10.7	9.9	9.8
AF92	Autres dépôts	17.7	16.0	15.3	14.5	12.7	12.5	13.4
AF3	Titres hors actions	5.5	4.9	3.6	3.5	2.8	2.5	2.5
AF4	Crédits	1.6	1.6	1.7	1.0	1.0	1.1	1.2
AF429	Autres prêts à long terme	1.4	1.4	1.4	0.7	0.7	0.9	1.0
AF429-1	<i>dont participations bloquées</i>	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
AF429-2	<i>dont comptes d'associés</i>	0.6	0.5	0.6	0.2	0.2	0.3	0.2
AF429-3	<i>autres prêts à long terme</i>	0.4	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4
AF511	Actions cotées	4.4	5.0	5.3	4.8	5.0	5.3	4.5
AF512	Actions non cotées	5.4	6.7	7.8	9.7	12.6	12.1	9.8
AF513	Autres participations	4.4	4.5	4.4	4.5	4.4	4.8	5.3
AF521	Titres d'O.P.C.V.M. monétaires	3.8	2.5	1.7	1.4	1.3	1.1	1.3
AF522(a)	Titres d'O.P.C.V.M. actions et diversifiés	3.7	3.8	3.6	3.9	4.6	5.0	4.6
AF522(b)	Titres d'O.P.C.V.M. obligataires et garanties	3.1	2.9	2.6	2.6	1.8	1.5	1.6
AF523	Titres de fonds d'investissement divers	2.0	1.9	2.1	2.3	2.6	2.8	2.7
AF523-1	- FCPE	1.1	1.2	1.4	1.6	2.0	2.2	2.0
AF523-2	- SCPI	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
AF523-3	- Autres	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
AF61-1	Assurance-vie support euro et bons de capitalisation	17.9	19.0	20.3	20.2	19.0	19.2	20.7
	Assurance vie support unités de compte	1.3	1.8	2.3	3.0	4.5	5.4	5.4
AF61-2	Fonds pension	1.1	1.3	1.4	1.6	1.4	2.0	2.2
AF62	Réserves primes et sinistres	3.0	2.8	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8
AF7	Autres comptes à recevoir ou à payer	2.8	2.9	2.8	3.0	3.2	3.0	2.9
AF98	Total	100.0						
AF21	Total millions d'euros	1 713	1 874	2 036	2 202	2 494	2 584	2 581
		802	405	092	671	070	816	927

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

Si l'on fait la somme de tous les « actifs à risque » dans le patrimoine financier des ménages, l'évolution sur la période est forte : fin 1995, la part que représentent tous ces actifs à risque est à 21% du total ; elle gagne 14 points en 5 ans pour dépasser les 35% à la fin de l'année 2000, puis commence à refluer nettement en 2001 pour retomber à 32%. Fin 2002, cette part est à coup sûr repassée au-dessous de 30%.

Tableau 21 – Evolution de la part des « actifs risqués » dans le patrimoine financier des ménages (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Actifs risqués	21.0	23.4	25.4	27.8	33.4	35.1	31.9
Actifs non risqués	79.0	76.6	74.6	72.2	66.6	64.9	68.1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : comptes nationaux, calculs BIPE

Encadré 1 – Les différentes composantes de l'épargne salariale

Les composantes principales de l'épargne salariale sont au nombre de trois :

- les FCPE sur lesquels sont placées la plus grande partie des PEE et une bonne partie de la participation ;
- la participation placée sur les comptes courants bloqués dans les entreprises et rémunérés à un taux minimum égal au taux de rendement moyen des obligations émises par les sociétés privées (publication par le Ministère de l'Economie au début de chaque semestre) ;
- la détention directe par les salariés d'actions de sociétés cotées et non cotées dans lesquelles ils travaillent (hors PEE, hors FCPE), mais éventuellement dans un PEA.

Le premier poste est assez facile à obtenir puisque les encours sur FCPE font l'objet d'une publication régulière de la part de l'AFG-ASFFI. A la fin 2001, ce poste s'élevait à 53 189 millions d'euros (contre 54 768 millions d'euros, soit une baisse de près de 3%).

Le second poste n'est pas directement publié, mais peut être obtenu de la Banque de France: entre 1995 et 2000, il était le plus souvent au-dessus de 7 milliards d'euros ; fin 2001, une estimation de notre part le fait ressortir à 7,2 milliards.

Quant au troisième poste, il est sans doute relativement important, mais il est très difficile à chiffrer. L'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe donne pour la France en 2000 un montant de 40 milliards d'euros pour les seules sociétés cotées, soit 2,6% de la capitalisation boursière des 791 entreprises interrogées. Pour un portefeuille d'actions cotées détenu directement par les ménages qui restent inférieur à 140 milliards d'euros fin 2000 (source : BDF), ce chiffre de 40 milliards, même en incluant les stock-options, paraît très peu vraisemblable. Notre démarche estimative est la suivante : l'enquête Actifs financiers INSEE permet d'estimer, pour l'année 2000, le nombre de salariés détenteurs d'actions en direct de la société (cotée ou non cotée) dans laquelle ils travaillent à environ 1,2 millions¹. Il faut probablement situer la moyenne des portefeuilles assez haut car on a affaire à une distribution très dissymétrique : d'un côté on a ici aussi bien les stock-options que les portefeuilles considérés comme « professionnels » au sens de l'ISF et qui sont parfois fort élevés, de l'autre, une très forte majorité de portefeuilles qui peuvent ne pas dépasser les 5 000 ou 6 000 euros. On signale que le montant moyen des encours sur FCPE par salarié concerné ressort à quelque 12 500 euros à fin 2000. Si l'on retient un portefeuille moyen de 20 000 euros par salarié fin 2000 pour les actions détenues en dehors des formes de l'épargne salariale, on a probablement plutôt affaire à un majorant. En rapprochant cette moyenne des 1,2 millions de détenteurs, on parvient alors à un portefeuille maximum de 24 milliards d'euros pour les entreprises cotées et non cotées. On est donc très loin de l'évaluation de l'OASE. L'estimation que nous retenons représente 5,5 % du portefeuille d'actions cotées et non cotées détenu fin 2000 par les « résidents » de France. A la fin de 2001, compte tenu de la chute des marchés, le portefeuille pourrait être tombé à moins de 20 milliards d'euros.

Finalement, si l'on fait la somme des trois composantes que nous venons de passer en revue, on parvient donc à environ 80 milliards d'euros fin 2001, soit 3,1% du total du patrimoine financier des ménages ; cela n'est pas négligeable, mais reste tout de même modeste.



¹ L'enquête est conduite sur les ménages, mais nous avons fait un calcul approximatif pour passer des ménages aux individus.



—

ANNEXE N° 5 :

**ÉTUDE DU BIPE, « LA MONTÉE EN PUISSANCE DES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS :
IMPLICATIONS RÉGLEMENTAIRES »,
PAR C. BLESSON ET U. CLERWALL**





ANNEXE N° 5

La montée en puissance des investisseurs institutionnels : implications réglementaires

Etude réalisée pour le Sénat

Janvier 2003



L'Atrium
6, place Abel Gance
F92652 Boulogne Billancourt Cedex
Tél. : 33 (0)1 46 94 45 22
Fax : 33 (0)1 46 94 45 99
E-mail : contact@bipe.fr
www.bipe.com

Auteurs
Ulf Clerwall
Cyril Blesson

Édition
Monique Schmitt

© BIPE 2003



Sommaire

RÉSUMÉ-CONCLUSION	207
CONTEXTE, MÉTHODE ET OBJECTIFS	207
RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE	208
QUELLES RÉGULATIONS POUR LE CAS FRANÇAIS ?	211
CHAPITRE 1 : LES ACTEURS EN QUESTION	214
1 LA MONTÉE EN PUISSANCE DES ZINZINS	215
1.1 L'EXEMPLE DES OPCVM : UN DÉCOLLAGE IMPRESSIONNANT EN EUROPE	217
1.2 LES RAISONS PRINCIPALES DE LA MONTÉE DES ZINZINS	218
2 QUI SONT LES ZINZINS ? UNE TYPOLOGIE DES ACTEURS	222
2.1 LES ZINZINS SELON LA DIVERSITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENTS ET LA RÉPARTITION DU RISQUE	224
2.1.1 LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIÈRES - OPCVM	224
2.1.2 LES FONDS DE PENSION À COTISATIONS DÉFINIES OU À PRESTATIONS DÉFINIES	226
2.1.3 LES COMPAGNIES D'ASSURANCE ET PARTICULIÈREMENT LES ASSUREURS-VIE	228
2.1.4 L'EXPÉRIENCE DANOISE : UN MODÈLE ORIGINAL COMPLÉMENTAIRE À LA RÉPARTITION	229
2.2 CONCLUSION	230
3 LES FONCTIONS DE BASE DU SYSTÈME FINANCIER ET LES ZINZINS	233
3.1 LES FONCTIONS DE BASE DU SYSTÈME FINANCIER	233
3.1.1 FACILITER L'ÉCHANGE DE BIENS, DES SERVICES ET....D' ACTIFS	234
3.1.2 L'INVESTISSEMENT « INDIVISIBLE » ET LA DIFFUSION DU RISQUE	234
3.1.3 LE TRANSFERT DES RESSOURCES ÉCONOMIQUES AU SENS INTER-TEMPOREL, SECTORIEL ET GÉ	
3.1.4 CONTRÔLER LE RISQUE ET L'INCERTITUDE	235
3.1.5 L'INFORMATION SUR LES PRIX DANS DES ÉCONOMIES DÉCENTRALISÉES	237
3.1.6 UN POUVOIR FORT POUR FAIRE FACE AUX PROBLÈMES D'INCITATIONS LIÉS À L'ASYMÉTRIE D	
3.2 LE RÔLE D'INTERMÉDIAIRE ET L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME FINANCIER	238
3.3 LE RÔLE FIDUCIAIRE AU SENS DE CONTRAT AVEC L'ÉPARGNANT.....	240

3.4 DES APPORTS THÉORIQUEMENT FAVORABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	241
CHAPITRE 2 : LES RISQUES	243
1 FORMES D'ADAPTATION DU SYSTÈME FINANCIER ET RISQUES FINANCIERS ET MACRO-ÉCONOMIQUE.....	246
1.1 IMPLICATIONS POUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE	246
1.1.1 LE FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES	248
1.1.2 LES COMPORTEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES	250
1.1.3 EFFETS SUR LE SYSTÈME FINANCIER LUI MÊME	252
1.1.4 CONCLUSION	257
1.2 QUELS SONT LES RISQUES DE LA NOUVELLE DONNÉE FINANCIÈRE ?.....	257
1.2.1... ET POUSSÉ À UNE PLUS GRANDE PRISE DE RISQUE QUE CELLE JUSTIFIÉE PAR LES ENGAGEMENTS	
1.2.2 UNE MONTÉE DU RISQUE DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES	261
1.2.3LES COMPORTEMENTS MOUTONNIERS SONT RATIONNELS ET, VU LA CONCENTRATION DES CAISSES DÉSTABILISANTS	264
1.2.4LE RACCOURCISSEMENT DES HORIZONS DE PLACEMENTS INFLUENCE NÉGATIVEMENT LA GOU	
2LES ZINZINS AU COEUR DES CRISES FINANCIÈRES MODERNES ?	270
2.1.1 LES CRISES FINANCIÈRES : UNE TYPOLOGIE	271
2.1.2FACTEURS DE FRAGILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER, CHOCS ET DIFFUSION DES CRISES	275
CHAPITRE 3 : ACTIFS SOUS GESTION INSTITUTIONNELLE EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS	279
1 INTRODUCTION : UNE ANALYSE DES SPÉCIFICITÉS NATIONALES	280
1.1 FRANCE.....	281
1.2 ALLEMAGNE.....	285
1.3 ESPAGNE	291
1.4 ROYAUME UNI.....	295
1.5 ITALIE.....	295
1.6 ETATS-UNIS.....	296
2LE MARCHÉ RETRAITE AUX ETATS-UNIS : GESTION ET RISQUE DANS LA RETRAITE PAR CAPITALISATION.....	307
2.1 LE MARCHÉ RETRAITE AU TOTAL	307

2.2 LES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE MARCHÉ RETRAITE	310
2.2.1 LES OPCVM COMME GESTIONNAIRES DES IRA ET PLANS CD	310
2.2.2 LES OPCVM DANS LE MARCHÉ TOTAL DE LA RETRAITE	318
BIBLIOGRAPHIE	320

Liste des tableaux

Tableau 1 – Europe : Structure du passif des entreprises non financières 1980-2000 (en % du total)	249
Tableau 2 – Europe : Structure du patrimoine des ménages 1980-2000 (en % du total)	252
Tableau 3 – Europe : Actifs des secteurs financiers 1980-2000 (en % du total)	253
Tableau 4 – Europe : Actifs des investisseurs institutionnels 1980-2000 (en % du PIB)	254
Tableau 5 – Europe : Actifs du secteur bancaire, 1980-2000 (en % du total)	256
Tableau 6 – Eléments des crises financières 1970-2000	274
Tableau 7 – France : Actifs gérés par compte de tiers sur le marché français (1996-2001)	282
Tableau 8 – France : Actifs nets gérés répartis par investisseurs institutionnels (1990-2001)	283
Tableau 9 – France : Montant d'actifs gérés par catégorie d'OPCVM 1990-2001 (hors FCP)	283
Tableau 10 – France : Allocation d'actifs des OPCVM à vocation générale (en %)	284
Tableau 11 – France : Détenzione des OPCVM à vocation générale (en %) Echantillon représentatif à 81%, sur un montant d'actifs nets français de 769 milliards d'euros à fin septembre 2001	284
Tableau 12 – Allemagne : Actifs gérés par investisseurs institutionnels 1991-2001 (en milliards d'euros)	285
Tableau 13 – Allemagne : Répartition des actifs des investisseurs institutionnels en, par types d'actifs (en %) 1991-2001	286
Tableau 14 – Allemagne : Actifs des fonds d'investissement en 1998-2001*	287
Tableau 15 – Allemagne : Détenzione directe de parts en fonds d'investissement en, par secteur économique, 1991-2001 (en %)	290
Tableau 16 – Espagne : Actifs sous gestion institutionnelle, 1995-2001 (en millions d'euros)	291
Tableau 17 – Espagne : Répartition des actifs gérés par fonds d'investissement (FIM et FIAMM, soit 90% des encours des IIC), par type de fond (en milliards d'euros)	293
Tableau 18 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en milliards d'euros)	294
Tableau 19 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en %)	294
Tableau 20 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000 (en milliards de GBP)	295
Tableau 21 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000 (en %)	295
Tableau 22 – Italie : Actifs sous gestion institutionnelle en Italie 1994-2001 (en milliards d'euros)	296
Tableau 23 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en milliards d'USD)	296
Tableau 24 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en %)	298
Tableau 25 – Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en milliards d'USD)	300
Tableau 26 – Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en %)	301
Tableau 27 – Etats-Unis : Détenzione des fonds mutuels par secteur 1990-2001 (en milliards d'USD)	304
Tableau 28 – Etats-Unis : Détenzione des fonds mutuels par secteur 1990-2001 (en %)	305

Liste des graphiques

Graphique 1 – L'envolée des zinzins	216
Graphique 2 – Europe : L'évolution des actifs gérés par des OPCVM	218
Graphique 3 – Structure générale des investisseurs institutionnels comme intermédiaires	232
Graphique 4 – Les fonds pension et le contrôle du risque	237
Graphique 5 – Les dimensions théoriquement favorables de la gestion institutionnelle	241
Graphique 6 – Rendement obligataire moyen des G7 1990-2002	260
Graphique 7 – Poids des placements auprès d'institutionnels dans les placements financiers globaux des ménages américains 1985-2001	261
Graphique 8 – Les secteurs offrent des couples risques/rendements différents	268
Graphique 9 – Etats-Unis : Effet de levier à la base de la hausse des rendements sur actions	269
Graphique 10 – Eléments des crises financières	273
Graphique 11 – Capitalisation du marché de l'indice S&P500 et la performance réelle des entreprises constitutants 1980-2002, dernier point octobre 2002	276
Graphique 12 – Ratio prix/revenu P/E10 de l'indice S&P500, historique 1950-2002, dernier point octobre 2002	278
Graphique 13 – France : La structure de la gestion pour compte de tiers	281
Graphique 14 – France : Actifs nets du secteur institutionnel	282
Graphique 15 – Allemagne : l'évolution des actifs sous gestion institutionnelle	286
Graphique 16 – Allemagne : Développement des flux nets vers les fonds d'investissement publics 1998-2001	289
Graphique 17 – Espagne : Actifs sous gestion par IIC, 1991-2001	292

Graphique 18 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle : actifs retraite et autres, en milliards d'USD	299
Graphique 19 – Etats-Unis : Détenzione d'actions par investisseurs institutionnels et ménages 1985-2001 (en % du total).....	302
Graphique 20 – Détenzione directe et indirecte d'actions et parts de fonds d'investissement par les ménages.....	302
Graphique 21 – Etats-Unis : Détenzione directe et réelle d'actions par les ménages (en pourcentage du patrimoine financier total).....	304
Graphique 22 – Etats-Unis : Détenzione directe et totale de parts en fonds mutuels par les ménages, en % du patrimoine financier total.....	306
Graphique 23 – Etats-Unis : Evolution des actifs financiers du système retraite, 1991-2001.....	308
Graphique 24 – Etats-Unis : Marché de retraite 1990-2001, répartition par produit.....	309
Graphique 25 – Etats-Unis : Marché total de retraite, variation annuelle des actifs en %, répartition par produit et total	310
Graphique 26 – Etats-Unis : Les comptes individuels de retraite (IRA), total actifs repartis par secteur gestionnaire (en %)	311
Graphique 27 – Etats-Unis : Actifs détenus dans des comptes IRA, répartition par secteur gestionnaire en USD Mrd	312
Graphique 28 – Etats-Unis : IRA sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en USD Mrd)	313
Graphique 29 – Etats-Unis : IRAs sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en %)	314
Graphique 30 – Etats-Unis : Actifs des plans à cotisations définies, croissance annuelle en % et encours fin d'année	315
Graphique 31 – Etats-Unis : Actifs sous gestion OPCVM provenant de plans de retraite à cotisations définies, par types de plans (en USDmrd)	316
Graphique 32 – Etats-Unis : Variation annuelle en % des actifs financiers 401(k), encours fin d'année	317
Graphique 33 – Etats-Unis : Encours des comptes 401(k) - indice, 1991=100	318
Graphique 34 – Etats-Unis : Actifs retraite sous gestion par OPCVM, repartis entre IRAs et Plans CD sponsorisés, encours fin d'année	319
Graphique 35 - Etats-Unis : Actifs financiers dédiés à la retraite sous gestion OPCVM (en % des actifs totales et en % du PIB) 320	

Ce rapport s'appuie sur une série d'entretiens d'experts :

E. Phillip Davis, Professeur d'économie à l'université de Brunel, London

Jean Marc Delion, Chef du service de la gestion et de l'épargne, COB

Matthew Browne, Chargé de recherche « The Policy Network », London

Jean François Bay, Délégué général de l'Association Française des Investisseurs Institutionnels

Michel Aglietta, Conseiller scientifique au CEPII et membre du CAE

David Blake, Professeur d'économie financière à Birkbeck College, London

Dominique Plihon, Professeur d'économie à l'université Paris Nord

RÉSUMÉ-CONCLUSION

CONTEXTE, MÉTHODE ET OBJECTIFS

Dans quasiment toutes les économies avancées le débat sur les retraites est très vif. Le gouvernement social-démocrate allemand a déjà introduit en 2001 un système de retraite par capitalisation complémentaire et facultatif, en conjonction avec une réforme du système par répartition existant afin d'éviter une crise du financement des retraites. Dans les autres pays, les régulations de l'allocation des investissements des fonds pension ont été assouplies. Quel est l'impact du renforcement du poids des investisseurs institutionnels (zinzins) sur les marchés financiers et sur le financement de l'activité économique, et bien sûr, sur l'avenir des retraites ? On découvrira que les implications résultantes sont souvent très complexes et ambiguës. L'expérience des années 1990 offre des indications importantes sur le rôle des zinzins dans le système financier et au niveau macro-économique, et surtout sur la nature du lien qu'ils établissent entre l'épargne dédiée à la retraite et les marchés financiers.

Ce travail s'inscrit dans la perspective annoncée par les pouvoirs publics d'une réforme du système de retraite français, avec l'introduction d'un pilier par capitalisation complémentaire de la répartition. Dans ce rapport nous ne discutons pas les questions d'équilibre financier du système de retraite par répartition. Nous ne portons aucun jugement en soi sur la nécessité d'introduire en France une retraite par capitalisation pour assurer les revenus, et donc le niveau de vie. En ce sens notre travail ne s'inscrit pas dans le débat capitalisation/ répartition, même si à notre avis celui ci est loin d'être tranché. Par définition, l'introduction de la capitalisation dans la retraite, sous la forme de fonds pension ou via d'autres types de placements financiers (assurance vie, comptes de retraite individuels), implique l'introduction de plusieurs types de risques financiers dans les revenus des générations de futurs retraités. L'étude de séries boursières longues montre qu'il est possible que la bourse soit entrée dans une phase de déprime durable (cf. Japon), ce qui soulève des questions importantes sur l'insuffisance potentielle des ressources dédiées à la retraite dans des économies avec forte composante de capitalisation.

Toutefois nous prenons **l'avènement prochain de la capitalisation en France comme une donnée et essayons juste à la lumière des expériences anglo-saxonnes des fonds de pension, mais aussi via l'étude des nos structures européennes et françaises d'intermédiation institutionnelle, d'éclairer le débat sur la régulation nécessaire de l'intermédiation institutionnelle et sur la nature souhaitable des fonds de pension.**

Ce rapport mène une analyse approfondie du rôle des zinzins dans le système financier : **la montée en puissance des zinzins a changé la donne financière d'une façon qui offre des avantages, mais qui crée aussi des risques nouveaux.** Pour plusieurs raisons, nous considérons que ce bilan entre risques et

avantages est un point de passage obligé en ce qui concerne la discussion du rôle futur des fonds de pension et de la retraite par capitalisation en France.

La première section décrit la montée en puissance des acteurs et s'attache à analyser leur diversité et à mettre en lumière les apports de la gestion institutionnelle par rapport aux fonctions de base du système financier. La seconde section étudie les risques liés, tant au niveau de la préservation de l'épargne des ménages, du fonctionnement des marchés, de la stabilité financière et de l'équilibre macroéconomique au sens large. Enfin dans une troisième section très descriptive nous présentons les spécificités nationales des principaux pays européens, ainsi qu'un coup de projecteur sur le système de retraite par capitalisation aux Etats-Unis.

RÉSUMÉ DE L'ÉTUDE

Les zinzins ont crû grâce à la concomitance de plusieurs facteurs. Une demande des épargnants pour des rendements élevés dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, le besoin des gouvernements de drainer une épargne importante pour financer leurs déficits publics au début des années 1990, le développement de la finance de marchés, expression de la volonté des législateurs de développer une épargne longue, vecteur de stabilité des fonds propres des entreprises. Surtout la montée de l'industrie institutionnelle tout au long des années 1990 est en grande part due à l'expansion de ce qu'on peut appeler « l'industrie épargne-retraite ». Celle-ci s'est développée en remplacement ou de façon complémentaire aux systèmes publics de retraite par répartition soit en raison de choix politiques ou de choix des épargnants individuels. Il faut rappeler que les systèmes par répartition sont sous pressions financière, et donc politique, en raisons d'évolutions démographiques défavorables dans les économies avancées.

La montée en puissance des zinzins s'explique aussi par leurs avantages comparatifs vis à vis des banques au regard d'aspects centraux de l'intermédiation financière dans les économies de marchés de capitaux que nous étudierons : France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Espagne et Etats-Unis. Notamment, leur montée peut renforcer la liquidité et la transparence des marchés financiers.

Une diversité d'acteurs et de situations nationales: les organismes de placements collectifs, les assureurs-vies, les supports d'épargne salariale, les fonds de pension sont autant de véhicules d'épargne totalement différents, avec des objectifs divergents, des stratégies de placements différentes qu'il convient d'analyser séparément. Bien sûr, selon les pays, certains acteurs sont plus ou moins importants que d'autres.

Les questions les plus importantes sur la capitalisation concernent la régulation des rendements et la sécurité de l'épargne concernée. Il convient de souligner ici que **l'objectif fondamental des fonds de pension est d'assurer un rendement sur les fonds épargnés qui soit au moins égal, mais si possible supérieur à la**

croissance du niveau des prix afin d'assurer les revenus complémentaires des retraités. En bref, ceci est l'engagement à long terme des fonds de pension. Un fond de pension est un mécanisme d'épargne collective (même si les droits amassés le sont à titre individuel), qui doit maintenir, et si possible accroître, des ressources destinées à financer la retraite. Pour cela il effectue des arbitrages d'investissement *via* l'achat d'actifs financiers.

Comme on le verra, dans certains cas, cet objectif n'est pas automatique, notamment pour les fonds de pension dits à « cotisations définies ». Ici, les prestations ne correspondent pas à une norme prédefinie ; le revenu futur n'est pas assuré mais déterminé totalement par les placements sous-jacents du fond ; c'est à dire qu'il n'y a aucune garantie de rendement ni même sur le capital initial¹. Le risque financier est entièrement supporté par l'épargnant. Bien sûr il existe des exceptions à cette règle. La plus notable étant le système à cotisations définies danois, à rendements garantis et géré en assurance vie collective.

L'analyse développée dans ce rapport nous permet d'affirmer que l'objectif de base de la réglementation doit être d'éviter que les fonds de pension se convertissent en des véhicules de spéculation, soit individuelle de la part des épargnants, soit institutionnelle de la part des gestionnaires des fonds.

Certes, l'introduction de la capitalisation dans la retraite implique l'apparition de risques financiers, difficiles à éviter ; mais la structure et la gestion des fonds doivent contribuer à une minimisation de l'accumulation de ces risques. En outre, la minimisation des biais spéculatifs est aussi désirable du point de vue économique au sens large.

Les apports des zinzins sont significatifs. Les zinzins ont clairement démocratisé l'accès aux marchés financiers et à la diversification des risques de portefeuille, en offrant l'expertise d'équipes de gestion. C'est en partie parce que les coûts de participation aux marchés financiers modernes et complexes sont élevés que ce type d'intermédiation s'est développé. Ils ont aussi favorisé une plus grande prise de risque dans le financement de l'économie en drainant une part croissante de l'épargne vers des actifs risqués, ce faisant stimulant une épargne plus entrepreneuriale au sens keynésien (voir le rapport BIPE : « Radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France »). Ils ont aussi assuré une hausse de la liquidité des marchés (i.e. une baisse des primes de risques de liquidités) et, de plus, ils ont abaissé les coûts de négociation des grandes entreprises grâce aux grandes masses traitées.

En même temps, l'influence des zinzins sur le système financier n'est pas sans ambiguïté Le passé récent nous a donné suffisamment d'exemples où l'intermédiation institutionnelle, loin d'agir comme un facteur stabilisateur des marchés financiers, en a au contraire renforcé la volatilité. De plus, on a des exemples récents où les zinzins n'ont pas assuré leur fonction première de protection des fonds des épargnants. On pense à la crise actuelle des fonds de

¹ Nous allons analyser les fonds de pension à cotisations définies plus à fond dans le chapitre 1.

pension aux Etats-Unis ou aux difficultés traversées par le secteur des assurances en Allemagne. On peut de plus avancer que les zinzins ont joué un rôle central au cours des diverses étapes de la formation de la bulle boursière récente. Ceci découle, comme on le verra, du fait que les zinzins renforcent de par leur poids et leurs comportements les aspects moutonniers sur les marchés financiers, qui, *in fine*, peuvent avoir des effets déstabilisants sur l'économie.

C'est pourquoi les problématiques de régulation sont plus que jamais à l'ordre du jour. **La question est : comment sauvegarder les apports de la gestion institutionnelle qui mobilisent des ressources financières importantes pour l'économie réelle sans ouvrir la porte à la déstabilisation financière et économique et à la destruction patrimoniale ?**

La gouvernance en question. Les zinzins sont aussi censés entraîner un meilleur contrôle et une plus grande transparence dans la gestion des entreprises. A l'heure d'Enron, il ne faut pas oublier les scandales du capitalisme de copinage et de conflits d'intérêts liés aux participations directes des grandes banques nipponnes dans le capital des groupes industriels qui favorisaient un certain laxisme dans l'octroi des prêts... Mais, bien sûr, il ne faut pas non plus tomber dans l'illusion de la gouvernance d'entreprise, car l'épisode Enron a clairement démontré les failles du système. **Il convient dans le cadre de la finance moderne d'améliorer la transparence des comptes d'entreprises mais il ne faut pas perdre de vue que les problèmes d'asymétrie d'informations entre managers et financiers resteront au cœur de la relation financière.**

Risques sur la préservation des retraites, et plus généralement de l'épargne des ménages :

- Plus généralement, il y a **un risque de mauvaise information des épargnants sur la nature des risques encourus**, qui parfois a favorisé une trop grande prise de risque (cf. rapport Sandler au Royaume-Uni).
- **Plus grande prise de risque dans les plans ou l'allocation d'actifs est basée sur les choix individuels plutôt que sur des plans collectifs**, les ménages cherchant à maximiser leur revenu futur en minimisant leur contribution présente. C'est clairement visible lorsqu'on compare les structures de risques des portefeuilles des fonds de pension à prestations définies et à cotisations définies (les seconds étant plus risqués).
- **Risques de mauvaise diversification du risque :**
 - dans le cadre des plans d'épargne entreprise investis dans l'entreprise. En France on estime que 50% des plans d'épargne salariaux sont placés en titres de l'entreprise, avec les risques évidents de mauvaise diversification du risque. La disparition de l'épargne retraite des salariés d'ENRON fait ici figure d'emblème ;
 - liés à la gestion elle-même, cf. point suivant.
- **Risques liés à la gestion:** Nous avons étudié de près les stratégies de gestion des différents zinzins, et notamment nous avons tenté de comprendre pourquoi la recherche du rendement maximal (avec son corollaire de risque) prime le plus souvent.
- Lorsqu'ils agissent dans un environnement concurrentiel, **les zinzins doivent assurer un rendement supérieur ou égal à leurs concurrents**. Cela les pousse à adopter des **comportements moutonniers ou mimétiques**, avec des effets déstabilisants vue la concentration des capitaux en cause qui peuvent mener à des crises financières.
- **De plus les zinzins adoptent une rotation élevée de leurs placements pour réaliser**

leurs plus-values, et ce faisant ne jouent pas forcément leur rôle de stabilisateurs d'une épargne longue, favorable à la mise en place de stratégies de long terme des entreprises. Enfin ces comportements de courte vue renforcent la volatilité des marchés.

- Cela les pousse aussi à investir dans des secteurs à forte croissance des prix des actifs, même lorsque ceux ci sont notoirement sur-évalués. Dans un environnement concurrentiel, il vaut mieux pour un gérant avoir tort avec les autres aujourd'hui, qu'avoir raison seul mais dans le moyen terme. Au total certains secteurs à croissance lente mais stable se sont vus délaissés pendant la bulle de la nouvelle économie, ce qui est clairement sous optimal du point de vue macro-économique.

Risque de déséquilibres liés aux exigences de ROE à 15%. Comme le souligne M. Aglietta, la théorie financière de l'équilibre nous dit que dans le long terme le rendement du capital doit être égal au coût d'opportunité des fonds propres. Dès lors vouloir introduire un surcroît de rentabilité est déséquilibrant. Cela n'est possible que dans le cas de progrès technologique massif, qu'il ne faut pas toutefois surestimer comme lors de la bulle de la nouvelle économie...

Montée de l'endettement. Pour atteindre ces objectifs d'accroissements significatifs de leur rentabilité sur fonds propres les firmes ont donc accru leur endettement de façon massive, soutenues en cela par une politique monétaire accommodante. Bien sûr, les risques de bilans des entreprises sont importants, car leur résolution pèse sur la dynamique d'investissement et donc sur la croissance économique.

Risques de sous-capitalisation des fonds de pension. Lors de la phase de hausse spectaculaire des cours boursiers jusqu'en mars 2000, les fonds de pension à prestations définies, ont vu les flux nouveaux capitalisés se tarir face à la hausse automatique des encours d'actifs due aux revalorisations significatives des actifs déjà détenus. On parlait à l'époque de surcapitalisation des fonds ! Avec la phase de baisse des cours enregistrée depuis lors, des sous-capitalisations importantes sont apparues. Aux Etats-Unis, les fonds à prestations définies sont majoritaires (66% des encours gérés par les fonds de pension), et l'on comprend mieux pourquoi les entreprises doivent à présent provisionner pour recapitaliser leur fonds de pension privés.

QUELLES RÉGULATIONS POUR LE CAS FRANÇAIS ?

Le cas français a ses spécificités.

Les zinzins jouent déjà un rôle considérable en France dans la gestion de l'épargne des ménages. En effet, si l'on somme les encours d'OPCVM (hors marché monétaire), d'assurance vie et d'épargne salariale on parvient à 46% du patrimoine financier des ménages.



Toutefois l'absence de fonds de pension biaise vers le court terme les horizons des placements de l'intermédiation institutionnelle française, comme le souligne Jean Marc Delion. Les OPCVM ne sont pas des contrats de long terme. L'épargne salariale est détenue en moyenne pour une durée inférieure à 5

ans, l'assurance vie est détenue pour une durée moyenne de l'ordre de 11 ans soit moitié moins qu'au Royaume uni. Pour bénéficier des avantages fiscaux le PEA doit être détenu pour une période minimale de 5 ans, ce qui est relativement court.

Comme le soulignent Phillip Davis et David Blake, l'avènement des fonds de pension en France permettrait un allongement des horizons d'épargne, et donc de placements par essence. Mais attention aux effets de second rang : aux Etats-Unis la grande majorité des fonds de pension confient la gestion de leur épargne à des sociétés de gestion, dont ils évaluent la performance sur des bases temporelles courtes, réintroduisant de fait des comportements « court-termistes » dans la gestion.

Les régulations transversales à l'ensemble de l'industrie institutionnelle :

- Mieux communiquer auprès des épargnants sur la nature des risques encourus.
- Imposer une diversification du portefeuille des fonds investis, notamment dans le cas de l'épargne salariale.
- Limiter les classes d'actifs autorisées (cf. dérivés de crédits qui introduisent des contraintes de liquidités pour des agents gérant des engagements de long terme, notamment les assureurs vie).
- Améliorer la transparence et la fiabilité des comptes d'entreprises (problématique transnationale).

Les régulations propres aux Fonds de pension à la française. Les régulations assez restrictives ci dessous ne s'appliquent qu'aux fonds de pension, aidés par les pouvoirs publics, qui visent à préserver les retraites. Pour les autres produits d'épargne, sous la condition de la mise en place des régulations sus-mentionnées, loin de nous l'idée de limiter le libre arbitre des épargnants.

- Limiter les arbitrages individuels des épargnants, qui individuellement tendent à maximiser le rendement, donc le risque, afin de minimiser les cotisations présentes pour maximiser leur consommation présente.
- A cotisations définies. Il faut limiter la palette de rendements potentiels, en imposant un plafond aux rendements proposés. L'exemple du fonds de pension danois, à cotisations définies, mais à rendement minimum garanti géré en assurance vie collective est ici essentiel.¹
- A prestations définies. Il convient dès lors d'assurer la stabilité des versements quelle que soit l'évolution des prix des actifs, pour éviter les problématiques de sous capitalisation rencontrées par ce type de fonds aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. De plus il vaut mieux proposer des rendements obligatoires bas avec des primes éventuelles.
- Classes d'actifs limitées (cf. dérivatives de crédit, OPCVM risqués).
- En cas de gestion déléguée, qui permet de diversifier le risque gérant, allonger la durée des mandats de gestion (4 ans?) afin de limiter le biais de courte vue et la course aux rendements via des attitudes spéculatives des prestataires de services de gestion.
- Gestion déléguée dans les limites imposées par la régulation des classes d'actifs autorisés.

¹ Revue de L'AFPEN, N 18, « Le système de retraite du Danemark », Janvier 2003.

- Assurer la portabilité des plans de retraites capitalisés entre entreprises. Le système doit donc être homogène, avec une superstructure commune dans l'hypothèse d'une multitude de fonds de pension (à l'intérieur des entreprises).
- Il nous semble qu'un système avec sorties majoritairement en rente est ici plus adapté. On pourrait concevoir comme au Royaume-Uni, des sorties partielles en capital (25%).

Chapitre 1

Les acteurs en question

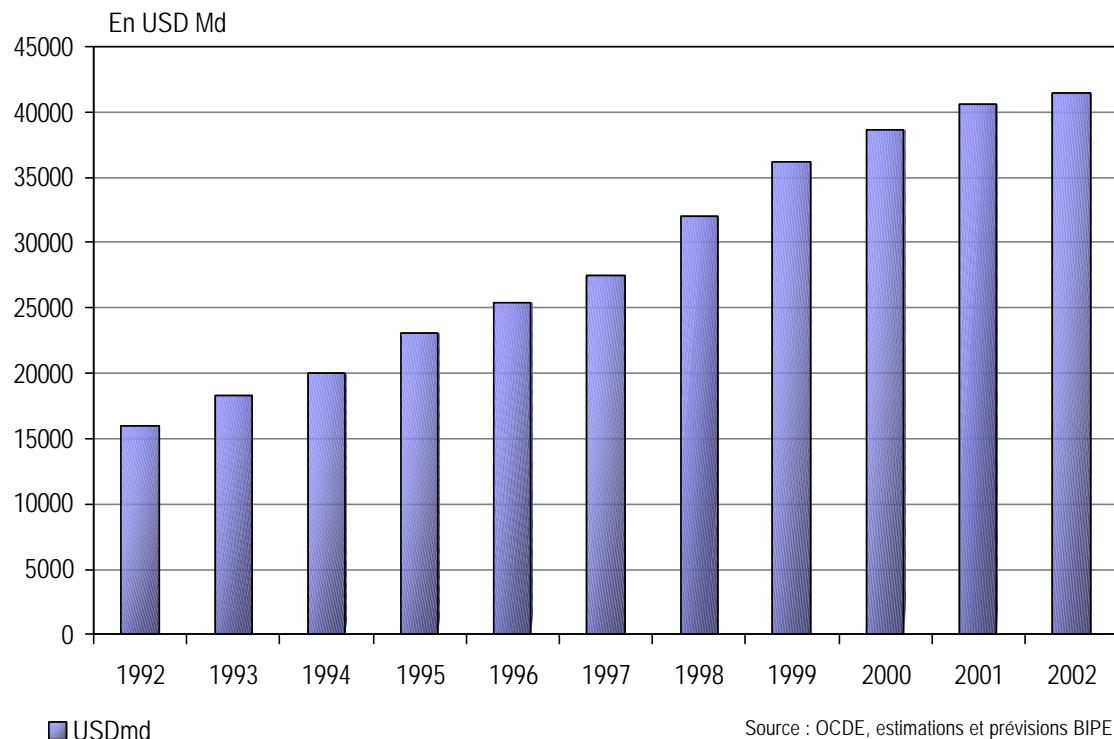
LA MONTÉE EN PUISSANCE DES ZINZINS

Des acteurs centraux de la globalisation financière. L'une des évolutions centrales de l'architecture financière internationale des deux dernières décennies est sans doute l'émergence de marchés de capitaux de plus en plus intégrés au niveau global : la fameuse globalisation financière. Ces marchés internationaux sont devenus la source centrale de financement des entreprises – ce qu'on peut appeler la « marchéisation » du financement – et le canal privilégié des flux internationaux d'investissement qui s'inscrivent eux-mêmes en accélération tendancielle.

En parallèle de la globalisation, on peut observer un changement important de la nature de l'intermédiation financière¹. D'une structure longtemps largement dominée par le secteur bancaire, les 20 dernières années ont été le théâtre d'une concentration croissante de la détention d'actifs financiers dans les mains des « investisseurs institutionnels ». Du coup, les investisseurs institutionnels sont aussi devenus des acteurs importants dans l'évolution des marchés financiers aux niveaux domestique et international. Leur stratégies de placement, leur modes d'évaluation des actifs financiers, leurs innovations techniques, leurs perceptions de la conjoncture économique et politique etc. ont des influences décisives sur l'évolution du système financier, et de l'économie au sens large.

¹ Par « nature d'intermédiation » on entend ici la gamme d'institutions et d'organismes financiers qui agissent comme des « apporteurs » de l'épargne aux marchés financiers et qui gèrent les risques liés aux investissements et crédits.

Graphique 2 – L'envolée des zinzins



Un poids central dans la gestion de l'épargne des ménages. En outre, le patrimoine financier des ménages est en train d'être de plus en plus « institutionnalisé », c'est-à-dire parmi les classes de placements financiers des ménages, l'épargne institutionnelle (placements dans des fonds pension, assurance-vie et OPCVM) a augmenté tandis que les dépôts bancaires diminuaient d'autant. Les investisseurs institutionnels sont donc de plus en plus responsables pour la gestion quotidienne d'une part croissante du patrimoine financier des ménages.

80% des transactions boursières entre leurs mains. Afin de fournir une première idée de l'importance des zinzins quelques chiffres clefs sont utiles. Selon l'OCDE, le montant total d'actifs financiers sous gestion institutionnelle dans les Etats membres a augmenté fortement, pour atteindre (en montant absolu) environ 118% du PIB mondial en 1999. En conséquence du niveau des actifs gérés, le poids des investisseurs institutionnels dans les transactions sur les marchés de capitaux a logiquement augmenté. On estime que les investisseurs institutionnels sont responsables pour environ 80% des transactions boursières. Face à un tel poids il semble difficile d'aller à contre courant, c'est-à-dire de faire des « paris » d'investissement opposés à ceux de ces grands organismes d'investissement. En d'autres termes, les investisseurs institutionnels bénéficient d'une concentration du pouvoir financier impressionnante.

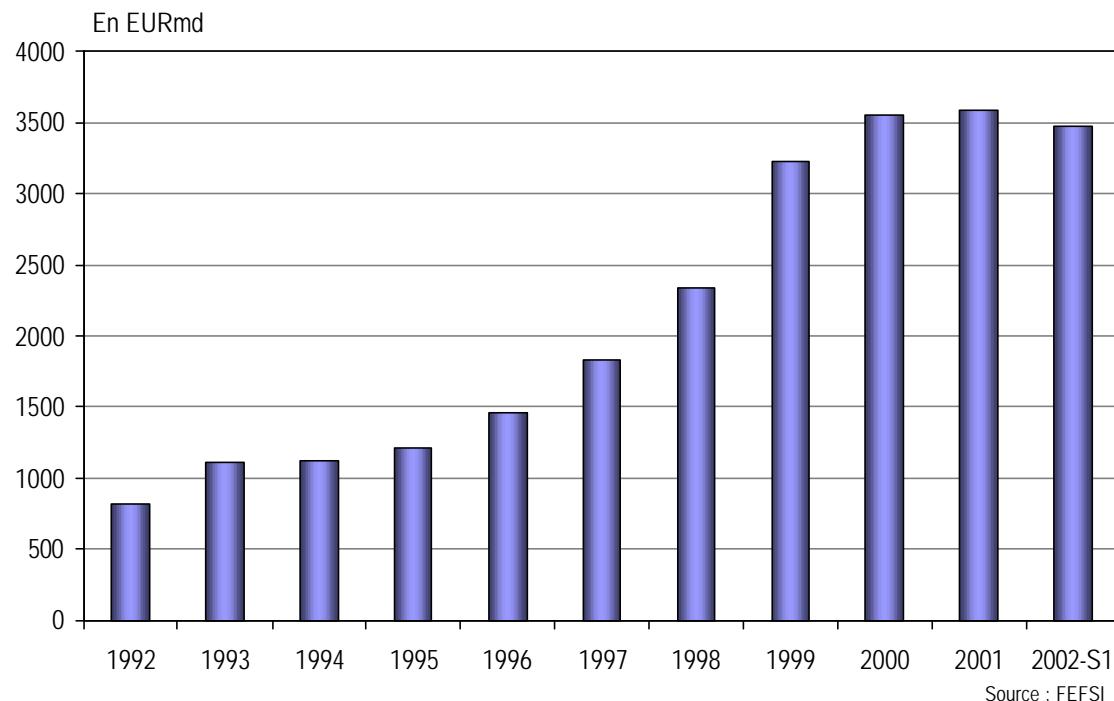
I. L'EXEMPLE DES OPCVM : UN DÉCOLLAGE IMPRESSIONNANT EN EUROPE

Si au niveau global l'évolution des actifs sous gestion institutionnelle est impressionnante, au cours de la décennie récente l'exemple européen est encore plus frappant, surtout si on regarde d'abord les Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) auxquels on se réfère souvent sous la terminologie de « fonds d'investissement ». Tout au long des années 1990, le développement des OPCVM en Europe a été très rapide. Les actifs financiers sous gestion par des OPCVM ont augmenté de 814 milliards d'euros en 1992 à 3586 milliards fin 2001, ce qui implique un taux de croissance annuelle moyen de 18% ! Pour donner une idée plus précise de la taille de ces fonds, fin 2001 les actifs gérés par des OPCVM représentaient 53% du PIB de la zone euro (après l'élargissement à la Grèce).

L'accès à l'expertise boursière pour les ménages. Une autre observation qu'on peut faire ici est que la montée rapide des OPCVM est certainement un reflet de l'intérêt croissant des ménages pour des véhicules d'épargne et d'investissement de rendement potentiellement plus haut à court terme que les produits bancaires traditionnels¹. Grâce à une longue phase haussière des marchés boursiers en Europe et Etats-Unis pendant les années 1990, l'industrie des OPCVM a offert aux ménages l'opportunité de lier leur épargne plus étroitement aux évolutions des marchés financiers.

¹ On verra plus en avant que les principaux détenteurs des OPCVM en Europe et aux Etats-Unis sont les ménages (c'est-à-dire au sens de la comptabilité nationale, le secteur 14).

Graphique 3 – Europe : L'évolution des actifs gérés par des OPCVM



Portés par l'envolée boursière. En général, l'évolution des encours d'OPCVM est le reflet des deux composantes principales ; les flux nets vers ces fonds (les achats des parts moins les ventes) et les revalorisations des prix de marché des titres détenus. Même si les flux nets vers les OPCVM ont été soutenus sur la période de 1997-2000, c'est plutôt l'envolée de la valeur des titres mobiliers qui a fait accélérer la croissance des encours totaux. Après l'éclatement de la bulle boursière depuis mars 2000, l'année 2001 fut une année de stagnation des encours d'actifs. Les fonds gérés ont commencé à diminuer au premier semestre de 2002.

II. LES RAISONS PRINCIPALES DE LA MONTÉE DES ZINZINS

Les raisons de la montée en puissance des zinzins résident dans **une conjonction de facteurs démographiques, économiques et réglementaires**.

Un environnement financier de baisse des taux d'intérêt. En général, le coût du capital a enregistré un déclin au cours des années 1990, en raison des baisses de taux d'intérêt liées au reflux de l'inflation et à l'Union monétaire en Europe. Des techniques financières innovantes telles que les produits dérivés, et l'amélioration des moyens de communication ont aussi contribué à la baisse du coût du capital. Dans ce contexte, le rôle des zinzins dans le financement de l'économie a augmenté fortement, particulièrement vis à vis des banques. Les ménages ont cherché des véhicules alternatifs aux produits de taux, aux rendements en reflux, et traditionnellement gérés par les banques.

La dérégulation et la libéralisation des marchés financiers des deux dernières décennies ont aussi facilité l'évolution de l'industrie financière institutionnelle.

Les flux de capitaux internationaux qui ont suivi la libéralisation sont souvent générés par des institutions, étant donné leurs capacités d'information, d'organisation, et leur accès aux marchés etc. Autrement dit, les investisseurs institutionnels ont des capacités pour profiter de la libéralisation des marchés internationaux supérieures à celles des investisseurs individuels. Nous y reviendrons dans notre discussion des apports de la gestion institutionnelle.

La dérégulation a donné une autre impulsion favorable aux zinzins. Ils ont été créés en partie pour drainer une épargne longue en vue de financer les déficits publics à moindres coûts (cf. création d'une fiscalité avantageuse en France sur l'assurance vie), mais aussi en vue de stimuler une épargne longue dirigée vers les actions en vue de stabiliser les fonds propres des sociétés. De ce point de vue, les nouveaux intermédiaires financiers satisfont les besoins des entreprises pour des fonds de financement via les marchés.

En Europe, le projet d'achever un marché intégré des services financiers (inclus dans le programme du marché unique) fut un soutien au développement des zinzins.

Ils ont tiré parti de, voire stimulé, la demande de produits d'épargne retraite de la part des ménages. Le vieillissement des populations des économies avancées a soulevé des problèmes de déséquilibres financiers potentiels et graves pour les systèmes de retraite par répartition. La solution adoptée par de nombreux pays fut de renforcer l'épargne retraite par capitalisation ou d'installer d'autres incitations pour l'épargne individuelle. On peut aussi argumenter qu'avec le temps et un niveau de patrimoine accumulé généralement élevé, les publics européens et américains sont devenus moins averses au risque d'investissement ; en conséquence, la demande pour des produits et véhicules d'investissement tels que les OPCVM a augmenté.

Le vieillissement de la population des pays l'OCDE. D'abord, le vieillissement de la population dans les économies avancées correspond naturellement à une montée générale du poids des patrimoines financiers. En soi, ceci n'explique pas entièrement le fait que les zinzins aient capturé une part croissante des flux financiers et de la gestion de ces actifs. Mais le niveau élevé général de richesse financière ouvre la possibilité à d'autres intermédiaires financiers que les banques, de trouver un marché pour leur services.

Le vieillissement de la population, une menace pour les systèmes par répartition. Les aspects du vieillissement de la population les plus immédiatement liés à la montée des zinzins, sont les problèmes potentiels des systèmes de retraite par répartition. L'augmentation du nombre de retraités par rapport à la population active soumet ces systèmes à des pressions financières. En raison de ces évolutions probables, les gouvernements qui cherchent à maintenir la solvabilité de long terme des systèmes de retraite face au vieillissement des populations, ont eu une incitation forte à stimuler l'épargne contractuelle pour augmenter les ressources financières dédiées au maintien des revenus des retraités. Nous prenons ici ce point comme un fait, sans entrer dans le débat concernant la solvabilité réelle des systèmes par répartition.

Des réponses disparates aux pressions démographiques sur les systèmes de retraites selon les pays Cette conjonction entre pressions démographiques et changements d'orientation politique et réglementaire est variable dans les pays étudiés dans ce rapport. Dans les pays avec des régimes de retraite publiques moins généreux¹, on voit souvent une épargne retraite ou de long terme plus élevée (Etats-Unis, Royaume Uni) et une industrie financière liée très développée. *Dans les contextes économiques à moindre « patrimoine social », l'incitation à épargner pour la retraite via des institutions est plus forte.* Par contre, en Allemagne, France, Italie et Espagne, où l'on trouve des systèmes de protection sociale traditionnellement plus développés, l'industrie des zinzins gérant explicitement de l'épargne retraite est moins développée, même s'il y a une demande pour des produits de placement de plus long terme, surtout sous la forme des contrats d'assurance vie.

Par contre, avec un niveau de richesse financière en croissance, ces derniers pays ont connu aussi une demande pour des produits d'épargne et placements plus rentables que les produits bancaires traditionnels, ce qui explique en partie le décollage impressionnant des OPCVM en Europe. De ce point de vue, l'industrie s'est développée pour satisfaire une demande des ménages pour des services financiers plus avancés que ce que peuvent offrir les banques. Mais, comme on le verra, *l'industrie a aussi contribué à structurer cette demande.*

UN CADRE CONJONCTUREL BOURSIER TRÈS FAVORABLE. LA LONGUE MONTÉE DES MARCHÉS BOURSIERS DES ANNÉES 1990 A GONFLÉ LA CROISSANCE DES ACTIFS SOUS GESTION INSTITUTIONNELLE. CETTE VAGUE A FORTEMENT GONFLÉ LES VALEURS NOMINALES DÉTENUES ET GÉRÉES PAR LES ZINZINS. LE PROBLÈME EST QUE CECI EST UN PHÉNOMÈNE POTENTIELLEMENT TRANSITOIRE ; LE DÉCLIN DES VALEURS BOURSIÈRES DEPUIS MARS 2002 DÉMONTRE QUE LES CAPITAUX INSTITUTIONNELS NE CROISSENT PAS DE FAÇON INEXORABLE, MAIS SONT AUSSI SUJETS À DES REFLUX.

POUR REPRENDRE L'EXEMPLE DES OPCVM, LA MONTÉE DES MARCHÉS BOURSIERS VERS LA FIN DES ANNÉES 1990 LEUR A DONNÉ UN AVANTAGE COMPARATIF POUR CAPTER UNE PART DE PLUS EN PLUS IMPORTANTE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES. LA BULLE BOURSIÈRE A OFFERT DES RENDEMENTS SUFFISAMMENT ÉLEVÉS POUR QUE LES OPCVM PUISSENT CONCURRENCER LES AUTRES PLACEMENTS, NOTAMMENT LES DÉPÔTS BANCAIRES. LE MÊME EFFET EST NOTABLE POUR LES AUTRES SUPPORTS INSTITUTIONNELS TELS QUE LES FONDS DE PENSION ET L'ASSURANCE-VIE. ETANT DONNÉ LA PRESSION SUR LE RENDEMENT FINANCIER DES PLACEMENTS TRADITIONNELS DE CES DEUX DERNIERS², LES PLACEMENTS DE L'INDUSTRIE ONT ÉTÉ PARTIELLEMENT DÉRÉGULÉS. PAR CONSÉQUENT, CES ÉTABLISSEMENTS ONT EN GÉNÉRAL AUGMENTÉ LA PART DE LEURS PLACEMENTS EN TITRES BOURSIERS PENDANT LA PÉRIODE 1995-2000. SUITE À CES RESTRUCTURATIONS DES

¹ En terme du taux de remplacement des revenus d'activité par les retraites.

² Les obligations et les crédits. Le rendement financier de ces classes d'actifs a diminué en raison du déclin du niveau général des taux d'intérêt.

PLACEMENTS, ON A VU LES CAPITAUX DES FONDS DE PENSION ET LA SOLVABILITÉ DES ASSUREURS SOUFFRIR AVEC LA BAISSE DES INDICES BOURSIERS DEPUIS MARS 2000.

QUI SONT LES ZINZINS ? UNE TYPOLOGIE DES ACTEURS

Un focus sur l'industrie de l'épargne retraite ou liée. Dans ce rapport, nous nous référons principalement aux investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance (et surtout les assureurs-vie), fonds de pension et sociétés d'investissement qui collectent l'épargne et fournissent ces fonds aux marchés financiers. D'autres formes de capitaux institutionnels existent, surtout sous la forme de compagnies privés d'investissement qui réunissent des groupes de financiers (par exemple les « venture capitalists » ou des « hedge funds¹ »). Mais les catégories principales retenues ici sont celles qui sont représentatives de l'industrie « old-age provision » ou « l'industrie épargne-retraite » (c'est-à-dire qu'ils répondent aux pressions démographiques des économies occidentales). Ils sont aussi des intermédiaires plus importants en termes de la canalisation de l'épargne des ménages vers les entreprises que les autres catégories de capitaux institutionnels. Au total, cette définition permet d'identifier les rôles intermédiaires et fiduciaires des classes principales d'investisseurs institutionnels.

Trois types majeurs d'acteurs avec des profils risque/rendement très variés.
Les trois catégories principales d'investisseurs institutionnels remplissent ces rôles de façons différentes. Les différences principales entre les types d'investisseurs institutionnels dépendent de la relation contractuelle entre le propriétaire principal des capitaux (l'épargnant) et les professionnels qui gèrent cette épargne dédiée. Cette relation détermine la distribution du couple risque/rendement entre l'épargnant et le gestionnaire. La deuxième caractéristique fondamentale est le profil de risque-rentabilité implicite dans les stratégies de placement. Les deux sont étroitement liés : en général, plus le risque est supporté par l'épargnant, plus élevé est le profil risque-rendement.

Les investisseurs institutionnels sont devenus des gardiens importants du patrimoine financier des ménages et des autres secteurs de l'économie. Avec l'introduction de doses de capitalisation dans les systèmes de retraite, cet aspect devient de plus en plus important. On peut donc s'interroger : jusqu'où les investisseurs institutionnels doivent-ils être responsables pour les pertes éventuelles en capital ? Quelle répartition du risque entre épargnant/investisseur et organisme gestionnaire des fonds. Comme on le verra par la suite, il y a des réponses diverses à cette question.

De ces remarques préliminaires on arrive à deux classifications des investisseurs institutionnels selon :

- **la diversité des stratégies de placement ou d'investissement** ; ou autrement dit les différences de profils risque/rendement et,
- **la répartition du risque/rendement entre épargnant/investisseur final et l'organisme**

¹ institutions avec des buts plutôt spéculatifs.

gestionnaire.

I. LES ZINZINS SELON LA DIVERSITÉ DES STRATÉGIES DE PLACEMENTS ET LA RÉPARTITION DU RISQUE

A. LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIÈRES - OPCVM

Des activités de détaillant et de grossiste. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ou les fonds mutuels d'investissement sont des véhicules d'investissement qui visent principalement des investisseurs particuliers – petits ou grands – ou d'autres investisseurs institutionnels, compagnies d'assurance, banques etc. Une des fonctions de plus en plus importantes des fonds d'investissement et autres entreprises de gestion d'actifs est d'être des prestataires de services de gestion aux fonds de pension et assureurs via mandats. C'est le phénomène de ré-intermédiation.

Des offres variées. En termes de structure du secteur et de palette des produits, l'offre de ces véhicules d'investissement est vraiment variée. Au niveau international on peut distinguer entre trois catégories principales de fonds d'investissement ou OPCVM, les Sociétés d'investissement au capital variable (SICAV ; en anglais « open ended funds »), les Sociétés d'investissement au capital fixe (SICAF ; ang. « closed-end funds ») et les « unit trusts ». Cette classification concerne plutôt les conditions de vente des parts des fonds que les stratégies d'investissement sous-jacentes¹. En France, et en Europe en général, les SICAV sont les fonds d'investissement prédominants (les SICAF et « unit trusts » sont plutôt présents aux Etats-Unis et au Royaume Uni). Les fonds de fonds se répandent vite en Europe et aux Etats-Unis, et ils permettent de diversifier le « risque gérant », en allouant le capital entre plusieurs gestionnaires d'actifs. En Allemagne, les « Spezialfonds » sont ouverts uniquement à d'autres institutions financières contrairement aux autres fonds de fonds qui ciblent les particuliers et les autres zinzins.

Différents types de fonds. Les OPCVM peuvent se diviser en quatre catégories générales selon la caractéristique des placements :

- les fonds du marché monétaire : ce sont des fonds qui sont principalement investis dans des titres de dette de court terme, c'est à dire avec une maturation de moins de douze mois. Les fonds du marché monétaire sont considérés comme parmi les moins risqués des OPCVM ;
- les fonds actions, qui sont devenus très populaires au cours des années 1990. Ici, le profil risque/rendement est en général le plus élevé, mais aussi très varié selon les stratégies de placement. Par exemple pour les fonds dits de « croissance agressive » il y a une tendance

¹ Les SICAV s'apparentent à un marché « primaire » en miniature ; les capitaux des fonds sont variables et dépendent des entrées et sorties continues de souscriptions. Les fonds à capital fixe offrent un nombre d'actions du fond fixe qui sont négociées sur un marché « secondaire » : les ventes et achats ne font pas varier le capital du fond ; ce dernier dépend uniquement de la valeur des investissements sous-jacents.

vers les placements dans des catégories de titres à haute volatilité. On voit aussi des fonds qui sont concentré dans des secteurs économiques (fonds technologie) ou géographiques (fonds économies émergentes, asiatiques ou américaines). Une autre distinction peut se faire entre les fonds de gestion active, passive ou indexée (ces derniers étant construits afin d'être représentatifs du marché concerné en achetant un panier de sociétés identique à celui constitutif de l'indice du marché de référence) ;

- les fonds obligataires sont des fonds investis dans des titres de dette (obligations) des entreprises ou, plus souvent des administrations publiques. Dans le dernier cas, en raison du moindre risque de faillite des emprunteurs, ce sont aussi des fonds moins risqués ;
- les fonds mixtes, diversifiés ou hybrides, sont des fonds qui arbitrent entre titres du marché boursier (actions) et titres du marché obligataire ; ce sont des fonds à risque et rendement moyens.

Outre les OPCVM mentionnés ci-dessus, on peut distinguer les fonds d'investissement en titres immobiliers ouverts au public ; ces fonds sont surtout présents en Allemagne.

Ils ont démocratisé l'accès aux marchés de capitaux et à la diversification de portefeuille Les avantages offerts par les fonds d'investissement collectifs sont notables par rapport à la détention directe des titres mobiliers par les ménages :

- en mettant leur épargne en commun, les fonds disponibles sont augmentés et permettent une diversification plus grande. De cette façon, le risque individuel encouru par les particuliers peut être réduit ;
- les OPCVM offrent l'accès à une rentabilité des capitaux potentiellement élevée à des particuliers aux moyens financiers modestes et aux connaissances du marché peu développées. En d'autres termes elles permettent une démocratisation des pratiques financières en offrant l'accès aux marchés parfois fermés ou trop techniques pour des investisseurs individuels.

La « ré-ré-intermédiation ». D'une façon générale, les fonds mutuels sont devenus attractifs comme produit d'épargne grâce à leur coût limité et leur ticket d'entrée généralement faible. Ils sont également devenus le principal moyen par lequel les épargnants individuels investissent dans des titres mobiliers¹. A noter que les fonds de pension eux mêmes sont souvent des clients des fonds mutuels afin d'accéder à leur expertise dans la gestion de portefeuille. Il existe aussi des fonds de fonds visant à diversifier les risques. C'est à ce titre que l'on a parlé de « ré-ré intermédiation ».

B. LES FONDS DE PENSION À COTISATIONS DÉFINIES OU À PRESTATIONS DÉFINIES

Les fonds de pension ont crû rapidement ces dernières années dans les pays membres de l'OCDE. Ce sont des systèmes de retraite collectifs ou individuels, souvent organisés via une activité professionnelle ou qui représentent une alternative/un complément au système de retraite par répartition. L'épargne collectée est ponctionnée sur les salaires et provient aussi de contributions additionnelles sous forme d'abondement (des employeurs ou des syndicats).

Une rôle de gestionnaire de l'épargne retraite (longue) au profit du financement de l'économie. Les fonds de pension peuvent être définis comme des organismes qui collectent et mettent en commun les ressources financières issues de l'épargne et des abondements des employeurs et autres (par exemple, l'administration publique ou les syndicats) dans le but de servir les prestations futures. En d'autres termes, les fonds de pension offrent aux particuliers des véhicules d'épargne retraite. Cette épargne est ensuite collectée et sert à financer l'économie à savoir la consommation ou l'investissement des entreprises, de

¹ *On verra plus tard que dans les économies avancées, il y a un mouvement continu de vente des actions détenues en direct par les ménages au profit de placements dans des OPCVM.*

l'administration publique et même du secteur ménages (à travers des prêts titrisés achetées aux banques).

La distinction majeure des fonds de pensions vis à vis des autres investisseurs institutionnels est leur horizon de placement puisque leurs engagements sont à plus long terme que ceux des fonds d'investissement et, dans une moindre mesure, que ceux des assureurs. Le retrait avant terme des fonds par les souscripteurs est souvent interdit ou très limité, ce qui permet aux fonds de pension de placer une proportion plus élevée des capitaux sous gestion dans des titres avec un profil de risque/rendement plus accentué (sous restriction de solvabilité selon les cas, mais ceci est souvent moins restrictif, notamment comparé aux assureurs).

En termes de gestion d'actifs, elle est exécutée par les fonds eux mêmes, mais aussi très souvent déléguée (entièremment ou partiellement) à des fonds mutuels ou autres entreprises de gestion ce qui renforce le rôle des derniers dans la définition des stratégies de placement globales.

Distribution des risques entre le fonds de pension et l'épargnant : fonds à prestations définies et fonds à cotisations définies

Pour les fonds de pension, la répartition du risque entre le commanditaire et le bénéficiaire varie selon que les fonds sont à prestations définies (PD) ou à cotisations définies (CD).

Les fonds à prestations définies : risque supporté par le fonds de pension.

Dans le cas des régimes à prestations définies, les droits à retraite reprennent les caractéristiques d'une assurance: le ratio de remplacement (le niveau de la retraite par rapport au salaire final) est défini dès le début du contrat. L'épargnant et futur retraité est protégé du risque, excepté celui de la faillite de l'employeur ou sponsor du régime.

Risques de sous-capitalisation des fonds de pension. Lors de la phase de hausse spectaculaire des cours boursiers jusqu'en mars 2000, les fonds de pension à prestations définies, ont vu les flux nouveaux capitalisés se tarir face à la hausse automatique des encours d'actifs due aux revalorisations significatives des actifs déjà détenus. On parlait à l'époque de sur-capitalisation des fonds ! Avec la phase de baisse des cours enregistrée depuis lors, des sous-capitalisations importantes sont apparues. Aux Etats-Unis, les fonds à prestations définies sont majoritaires, et l'on comprend mieux pourquoi les entreprises doivent à présent provisionner pour recapitaliser leur fonds de pension privés.

Les fonds à cotisations définies: risque supporté par l'épargnant. Sous le régime CD, l'épargnant a un choix entre différents instruments de placement avec des profils de risque-rentabilité variés (typiquement une gamme de fonds mutuels ou des autres titres à rentabilité variable). Dans ce cas, le risque d'investissement est supporté entièrement par l'épargnant.

Les fonds à cotisations définies semblent l'emporter. Il convient de noter ici que de plus en plus les régimes CD sont en croissance, au détriment des régimes PD. Ceci résulte de deux facteurs : les sponsors ont cherché à minimiser le risque généré par leurs engagements à long terme, et les employés sont de plus en plus attirés par des véhicules d'épargne qui peuvent offrir une rentabilité supérieure et des droits qui sont plus faciles à transférer entre employeurs. En plus, la gestion d'actifs dans les régimes CD est aussi plus facile à réorienter par les souscripteurs (l'épargnant à souvent le droit de vendre par exemple des titres d'OPCVM qui servent d'investissements sous-jacents en faveur d'autres titres). Ceci implique la « ré-individualisation » de la gestion, et peut aussi introduire plus de volatilité dans le système.¹

C. LES COMPAGNIES D'ASSURANCE ET PARTICULIÈREMENT LES ASSUREURS-VIE

L'assurance vie ressemble fortement à de l'épargne retraite. La troisième catégorie d'investisseurs institutionnels qu'on peut distinguer sont les assureurs. Dans un certain sens, ils sont difficiles à distinguer des fonds de pension, car ils offrent des produits conçus en fonction de plans de retraite, collectifs ou individuels, avec notamment des sorties en rentes. Les produits d'assurance vie représentent également une part importante de l'épargne des ménages, et les assureurs sont des intermédiaires centraux des marchés financiers. Les compagnies d'assurance offrent également des services de gestion de portefeuille aux fonds de pension, *via* leurs filiales de gestion d'actifs.

Les produits assurance-vie se divisent en deux classes principales. Les produits qui offrent à la sortie une somme fixée ou minimum (sous forme de rente ou de somme payée entièrement « lump sum » en cas de retraite ou transférée à d'autres bénéficiaires dans le cas de décès du souscripteur). La deuxième catégorie est représentée par l'assurance vie en unités de compte. Dans ce cas, le rendement pour le client n'est pas fixe, ni même garanti, car il est déterminé par la rentabilité des investissements sous-jacents.. En d'autres termes, c'est un produit d'assurance qui s'apparente aux fonds de pension CD sans garantie : le risque d'investissement est supporté par le client particulier.

Une libéralisation des régulations d'allocation de portefeuilles a favorisé la prise de risque. Concernant les stratégies d'investissement, le principe général pour les assureurs est d'adopter une répartition du portefeuille qui permette de couvrir les engagements de long terme. Les méthodes employées pour calculer

¹ Par exemple, dans le cas ventes des parts d'OPCVM détenues à travers des régimes à CD, le fond d'investissement est obligé de vendre des titres afin de rembourser les clients. Ceci peut logiquement provoquer des baisses de prix d'actifs si les sorties sont notables dans un environnement de faible liquidité des marchés.

ces derniers sont variées, mais en général, les assureurs sont soumis à des régulations de solvabilité similaires à celles des fonds de pension. Les régulations de portefeuille étaient orientées vers des limitations du risque pris par les assureurs jusqu'à récemment. Ces dernières années, ces régulations ont été libéralisées et les placements se sont tournés de plus en plus vers le marché boursier ; en général la part des actions dans les portefeuilles des assureurs a crû pendant les années 1990.

Les investissements du secteur assurance dommage et autres. Le secteur de l'assurance comprend aussi les assureurs non-vie, c'est-à-dire l'assurance dommage, les assurances maladies complémentaires etc. En général, en Europe, ce type d'assurance n'est pas capitalisé (voire les mutuelles en France). Mais, dans certain cas ils le sont (Allemagne). Au total, les placements assurance dommage et autres constituent autour de 30% des investissements du secteur et leur structure a évolué de façon similaire à celle des assureurs-vie.

D. L'EXPÉRIENCE DANOISE : UN MODÈLE ORIGINAL¹ COMPLÉMENTAIRE À LA RÉPARTITION

Le système danois inclut un second pilier complémentaire de la répartition et obligatoire : Il s'agit d'un système de retraites capitalisées *via* des cotisations définies mais gérées *via* un contrat d'assurance collective à minimum garanti.

En raison des problèmes liés aux systèmes à prestation définies (sous-capitalisation (« capital settlement »), période minimum de cotisation pour avoir un droit de retraite et durée de cotisation minimum quand les sorties peuvent être demandées (« vesting period »), problèmes de portabilité, effets de distorsions sur le marché du travail, paiement en cas de sortie anticipée), les Danois ont opté pour un système à cotisations définies. Toutefois, les régulateurs et les syndicats ne souhaitaient pas que le risque d'investissement repose sur les épaules des salariés. D'où un système original.

Il s'agit bien d'un système à cotisations définies, mais géré selon les principes de l'assurance collective. Il inclut un minimum garanti nominal c'est à dire un taux d'intérêt minimum implicite. A la différence des fonds de pension dans d'autres pays, les pensions de retraites ne sont pas basées sur la transformation d'encours de comptes épargne en annuités à l'heure de la retraite. Les annuités sont connues à l'avance et font partie intégrale du contrat à l'entrée. En fait les cotisations définies sont ici l'équivalent des primes d'assurance.

L'application d'un modèle collectif d'assurance permet le partage collectif du risque et assure des coûts bas. Toutefois les conditions nécessaires pour l'application des principes d'assurance collective de la retraite sont :

¹ Pour une présentation détaillée cf : Sorensen, 2003.

- le caractère obligatoire du plan,
- le fait que les individus n'interviennent pas directement dans les décisions d'investissement sous-jacentes.

Même si le modèle danois des retraites complémentaires peut être considéré comme soutenable au niveau financier, et possède des caractéristiques qui minimisent les risques courus par les particuliers, il est aussi sous pression technique et politique. En premier lieu, le déclin des taux d'intérêt du marché dans les dix dernières années peut être un facteur critique pour le modèle, étant donné les rendements garantis nominaux¹. En conséquence, et afin d'aligner les régulations danoises avec les régulations prudentielles européennes², les rendements garantis ont été réduits de 4.5% au début des années 1990 à 1.5% aujourd'hui.

Au niveau politique, le modèle est actuellement sous pression pour introduire plus de libre choix en termes de placements sous-jacents ; en fait, l'assurance collective est nécessairement soutenue par la souscription obligatoire et la séparation des assurés particuliers de la gestion (c'est-à-dire les décisions de placement). Dans ce sens, le modèle peut être en conflit avec des tendances politiques actuelles qui soulignent l'importance des choix individuels.

Accorder l'accès aux décisions de placement, et plus largement, aux choix d'assureurs implique une remise en cause du modèle d'assurance collective. Selon Soerensen (2003 ; p 76), ceci relève de choix politiques et sociaux plutôt que techniques. De notre point de vue, les réformes de ce type rapprocheraient le système complémentaire des plans d'épargne retraite CD (ou bien l'assurance vie en unité de compte), ce qui impliquerait des risques spéculatifs et sur la sécurité de l'épargne décrits ailleurs dans ce rapport.

Il nous semble que ce modèle se rapproche actuellement beaucoup des articles 39 et 83 du Code général des impôts en France, et la Préfondretraite (Fonds de pension des fonctionnaires, comptabilisé d'ailleurs par la FFSA avec les contrats d'assurance vie à taux garantis) est un système très proche.

II. CONCLUSION



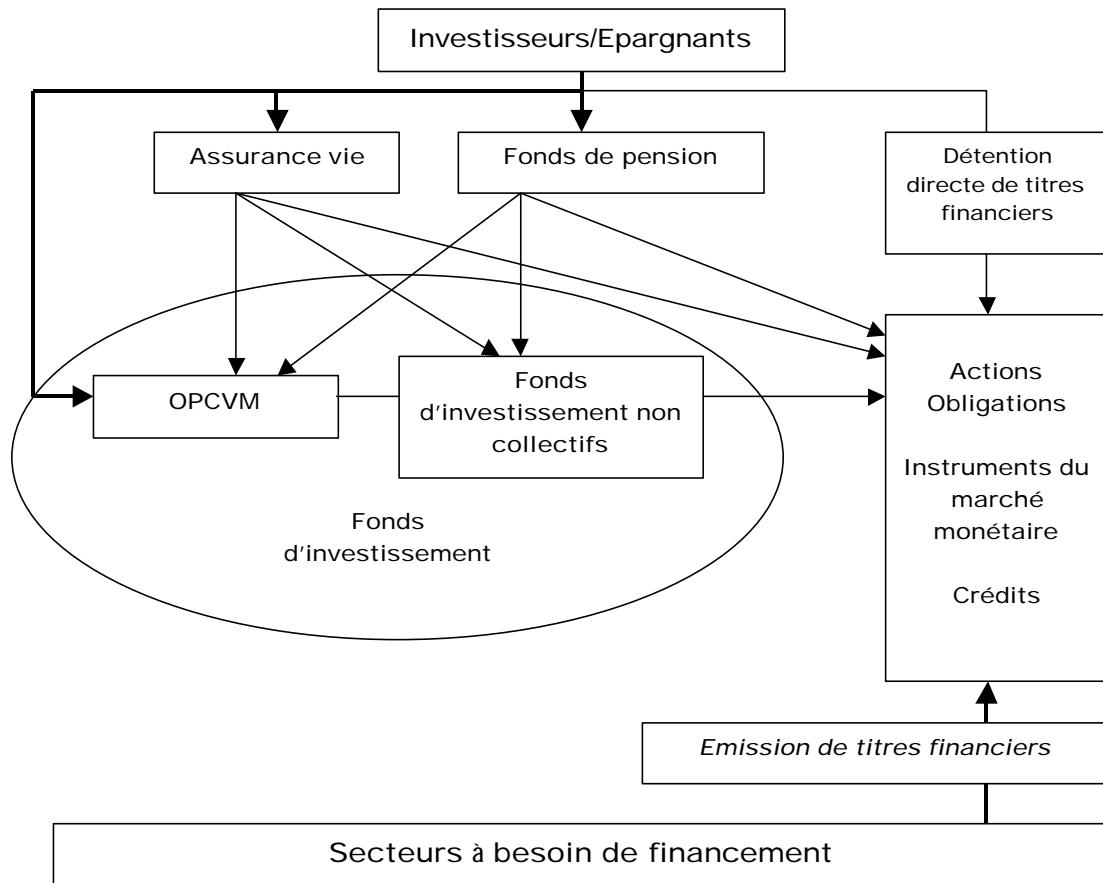
Dans le cas des fonds de pension PD et des compagnies d'assurance, les horizons d'investissement sont plus longs et les profils de risque-rentabilité inférieurs par rapport à la plupart des fonds de pension CD et aux fonds de placement mutuels.

¹ Des taux d'intérêt du marché en baisse impliquent que la prudence des garanties nominales doit être reconSIDérée.

² Plus exactement, la troisième directive de l'assurance vie.

Ces différences structurelles dans les stratégies de placement sont au cœur de la problématique sur la stabilité financière. D'ailleurs, ces établissements ont joué un rôle majeur dans l'élargissement et l'approfondissement des marchés financiers en général. Pour réduire la volatilité des marchés financiers, des stratégies de placement variées qui combinerait des horizons d'investissement relativement longs et des couvertures sectorielles vastes seraient optimales. De plus, la diversification des portefeuilles est aussi l'instrument central de contrôle du risque.

Graphique 4 – Structure générale des investisseurs institutionnels comme intermédiaires



La figure 3 illustre la structure générale d'intermédiation et les relations entre les différents acteurs qui nous intéressent. En général, les zinzins s'interposent comme des intermédiaires entre le secteur épargnant de l'économie (les ménages) et les secteurs à besoin de financement (entreprises et administrations publiques). Mais les zinzins sont aussi reliés entre eux ; en particulier on voit les fonds d'investissement fournir des services de gestion aux fonds de pension et aux assureurs.

LES FONCTIONS DE BASE DU SYSTÈME FINANCIER ET LES ZINZINS

Après avoir défini les investisseurs institutionnels qui nous intéressent, il convient ici d'analyser en termes généraux les effets de leur montée en puissance sur le système financier, ce qui nous permettra plus tard d'identifier clairement les risques qui y sont attachés.

Les zinzins ont des avantages comparatifs évidents... La première observation qu'il faut faire ici c'est que la montée des zinzins est due en grande partie à leur avantages comparatifs pour assurer les fonctions du système financier. Leur montée en puissance n'est pas un accident, mais fait partie intégrale de l'évolution économique et des structures institutionnelles qui y sont associées. Ici nous insistons sur le fait que les zinzins peuvent assurer certaines fonctions mieux que le secteur bancaire traditionnel, ce qui est l'une des raisons de la « désintermédiation bancaire » vécue dans les économies développées¹.

I. LES FONCTIONS DE BASE DU SYSTÈME FINANCIER

On peut distinguer six fonctions basiques du système financier (Merton et Bodie, 1995). Cette description est utile parce qu'elle nous permet de mieux évaluer les avantages comparatifs des zinzins.

Encadré 1 – Les fonctions de base du système financier

- Fournir une chambre de compensation et des moyens de transfert des paiements afin de faciliter l'échange de biens et services et des actifs.
- Offrir un moyen de transfert de ressources économiques au sens inter-temporel, entre régions géographiques, pays et secteurs d'activité économique.
- Dans un monde incertain par essence, agir comme un réducteur d'incertitude en analysant et diversifiant le risque.
- Mettre en commun des ressources financières des ménages, avec le but de financer des investissements à grande échelle ou « indivisibles », et de répartir des titres dans des entreprises afin de faciliter la diversification des placements et en conséquence du risque.
- Fournir une information sur les prix, ce qui aide à coordonner la prise des décisions dans un système économique décentralisé.
- Traiter les problèmes d'incitation qui peuvent surgir dans les cas d'asymétries d'information entre les partenaires d'une transaction financière (incertitude inhérente à la qualité de l'emprunteur).

¹ Par désintermédiation bancaire on veut entendre le déclin des banques au regard de leur part dans le financement des entreprises, comme d'ailleurs dans des actifs financiers des particuliers

A. FACILITER L'ÉCHANGE DE BIENS, DES SERVICES ET....D' ACTIFS

On retrouve ici une des fonctions essentielles de la monnaie. A la différence des banques, les zinzins ne font pas de création monétaire puisqu'il ne distribuent pas de crédit (même si certains assureurs émettent du crédit notamment en Allemagne). Mais les fonds de pension ont un rôle indirect important et récent sur la dynamique du crédit : en effet, ils sont acquéreurs des titres de créances bancaires, titrisées par les banques et revendues ensuite sur les marchés de capitaux. Par ce biais, ils permettent aux banques d'émettre plus de crédits tout en continuant à respecter les ratios de solvabilité réglementaires. Du coup par cette intervention indirecte l'avènement des zinzins impacte la dynamique du crédit, et sont donc un élément essentiel des cycles financiers.

Sur les marchés d'actifs financiers il est indubitable que la présence des zinzins facilite les échanges en améliorant la liquidité du marché, à savoir la capacité du marché à absorber des transactions de grande taille sans fluctuations notables de prix et à bas coût de négociation. Diminuer le risque de liquidité facilite directement l'échange d'actifs.

B. L'INVESTISSEMENT « INDIVISIBLE » ET LA DIFFUSION DU RISQUE

C'est probablement ici que les avantages des zinzins sont les plus évidents, étant donné que la mise en commun de ressources financières et la diversification visant à réduire le risque sont les deux caractéristiques fondamentales des investisseurs institutionnels.

Du point de vue des investisseurs ou épargnants individuels, l'intermédiation institutionnelle réduit ce qu'on peut appeler les coûts de participation (Allen and Santomero, 1997), c'est-à-dire les coûts d'entrée dans le marché : à savoir, acquérir la connaissance nécessaire, rester informé sur les tendances économiques et les résultats des entreprises, analyser chacun des secteurs et les zones géographiques etc. Ceci est d'autant plus vrai avec la complexité croissante des marchés, innovations financières et d'autres facteurs.

L'intermédiation institutionnelle réduit aussi les coûts de transaction en général. Pour les ménages individuels, surtout ceux aux moyens financiers modestes, les prix d'entrée sur les marchés financiers sont souvent prohibitifs. Acheter des parts dans des fonds de placement ou épargner dans un fond de pension permet de réduire ces coûts.

Enfin, l'intermédiation institutionnelle permet de réduire le risque en le diversifiant : en achetant une part d'un fonds d'investissement, un particulier peu fortuné accède pour la même somme à un investissement plus diversifié que s'il

avait été en direct sur le marché. En ce sens **les investisseurs institutionnels démocratisent la diversification du risque.**

Pour les demandeurs principaux de financement (les entreprises et l'administration publique) cette concentration des capitaux a aussi des avantages : **elle réduit les coûts de négociation grâce à un interlocuteur unique.**

C. LE TRANSFERT DES RESSOURCES ÉCONOMIQUES AU SENS INTER-TEMPOREL, SECTORIEL OU GÉOGRAPHIQUE

La raison d'être des fonds de pension, on le sait, est de transférer des ressources financières au sens inter-temporel, c'est à dire, gérer **l'épargne actuelle afin de fournir des moyens pour financer la retraite.** L'assurance-vie, et jusqu'à un certain degré les fonds d'investissement, peuvent servir le même but. Par leur connaissance de la démographie de leur encours géré, et donc des encours d'épargne des années à venir, les investisseurs institutionnels ont une connaissance fine des horizons temporels des flux d'épargne.

En ce qui concerne le **transfert inter-sectoriel**, l'influence du comportement des investisseurs institutionnels est évidemment devenue plus importante. Ce qu'on peut dire, au niveau théorique, **c'est que les investisseurs institutionnels ont la capacité d'élargir l'accès au financement pour des secteurs variés de l'économie comparés aux investisseurs individuels.** Les fonds de pension ont tendance à détenir plus de titres à long terme que les particuliers et avec des rendements plus incertains que les ménages, et **donc ils acceptent théoriquement de financer des secteurs à besoin d'investissement d'infrastructures rentables à long terme.** De cette façon la croissance des fonds de pension offre plus de capitaux à long terme aux secteurs demandeurs de l'économie que ce qui résulterait directement des ménages. *On verra toutefois dans la section 2.3 que ce point est controversé.*

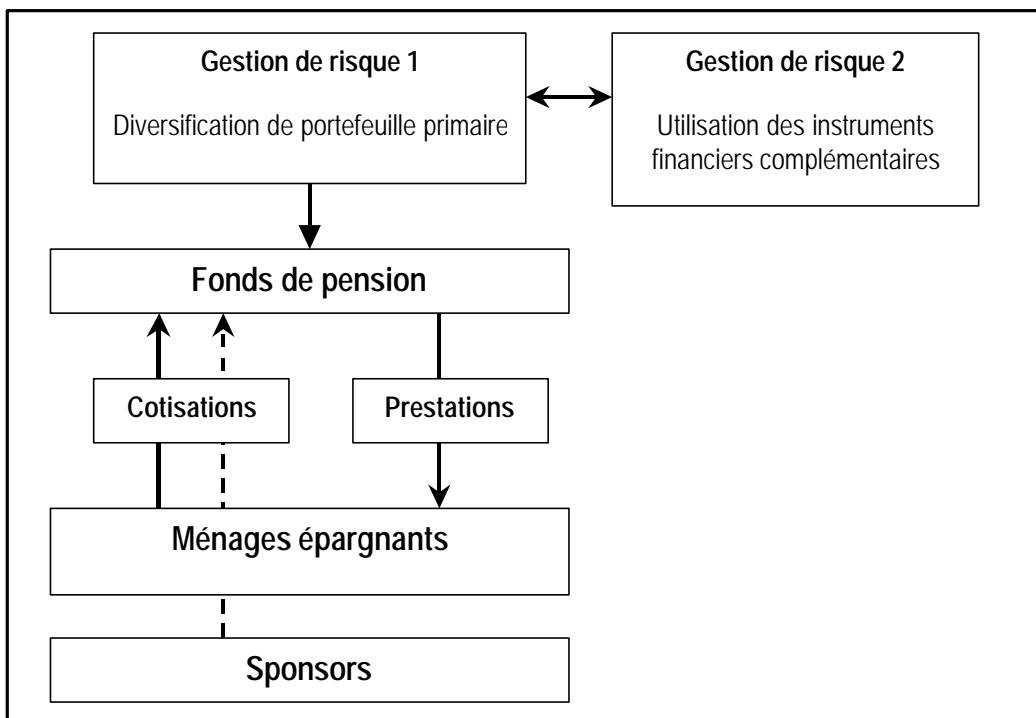
Au niveau des **transferts géographiques des capitaux**, il convient de souligner le rôle des zinzins dans les flux internationaux d'investissement. **Les portefeuilles des investisseurs institutionnels sont de plus en plus diversifiés géographiquement.** En fait, les flux internationaux d'investissement de portefeuille gérés par les zinzins ont largement remplacé les flux bancaires qui prévalaient dans les années 1970. **Ceci a permis de compenser les déséquilibres persistants entre épargne et investissement entre zones géographiques (notamment les Etats-Unis et Japon).**

D. CONTRÔLER LE RISQUE ET L'INCERTITUDE

Les zinzins sont des fournisseurs directs de véhicules d'investissement, mais aussi de moyens pour contrôler le risque et l'incertitude. **La diversification des placements joue ici un rôle central.**

En ce qui concerne les fonds de pension, ils peuvent être considérés comme des prestataires d'assurance : ils assurent les revenus des retraites (Bodie, 1990). Dans ce cas, ils assurent les risques liés aux ratios de remplacement inadéquats, aux réductions anticipées des fonds de sécurité sociale, à l'allongement de l'espérance de vie, mais aussi les risques d'investissement (diversification) et l'érosion des pensions par l'inflation.

Graphique 5 – Les fonds pension et le contrôle du risque



La figure 4 ci-dessus illustre la structure de contrôle du risque par les fonds de pension. L'épargne des ménages est canalisée via les cotisations vers des fonds de pension qui entreprennent la diversification « primaire » des investissements en leur nom. Les cotisations démontrent aussi le lien entre les sponsors (typiquement l'employeur) et les fonds de pension¹. Les investissements doivent être rentables afin d'accomplir le service d'assurance déjà mentionné. L'avantage comparatif des fonds de pension est simple. Dans la gestion « primaire » (1), une stratégie de placement est développée qui est compatible avec les engagements ; déjà ici, les avantages sont tangibles : l'information, le contrôle financier des entreprises qui reçoivent les fonds, et l'accès à des marchés alternatifs sont largement supérieurs à ceux des particuliers. Mais de plus, les fonds de pension peuvent accéder à des techniques financières avancées, qui ne sont pas accessibles à des particuliers, pour « immuniser » ou sécuriser ses placements.

E. L'INFORMATION SUR LES PRIX DANS DES ÉCONOMIES DÉCENTRALISÉES



L'efficacité des marchés financiers, vue comme l'allocation optimale des capitaux, dépend largement de l'exactitude des prix des titres. Les investisseurs

¹ Sous certaines conditions, on peut considérer les fonds pension comme des filiales d'assurance pour les entreprises ; leur fonction est d'assurer le paiement d'un salaire différé ou d'autres droits accumulés.

institutionnels sont des acteurs profondément intéressés par la transparence des activités et le résultat d'exploitation des entreprises. Cette pression, plus intense que celle qui sort du secteur bancaire en général, et qui utilise plutôt des informations privées et non-publiques, est un gain pour la totalité des acteurs sur le marché, et pour l'économie réelle. Ainsi, la capacité supérieure des zinzins à obtenir de l'information pour évaluer la valeur des actifs permet théoriquement au marché d'assurer une allocation des capitaux plus efficace, et de mieux approcher les valeurs économiques fondamentales. Mais aussi, ce point est controversé et nous y reviendrons ultérieurement.

F. UN POUVOIR FORT POUR FAIRE FACE AUX PROBLÈMES D'INCITATIONS LIÉS À L'ASYMÉTRIE D'INFORMATION QUI EST AU COEUR DE LA RELATION FINANCIÈRE

Les investisseurs institutionnels ont des avantages très clairs comparés aux particuliers quand des problèmes d'incitations et d'asymétries d'information entre actionnaires et entreprises sont en jeu.

L'évolution des économies avancées vers le financement par « titrisation » implique que la gestion d'entreprise n'est plus assurée par les propriétaires : les prestataires de financement (par exemple, les actionnaires qui sont les propriétaires finaux de l'entreprise) ne sont pas les dirigeants. Ceci peut mener à des problèmes d'incitations pour les équipes dirigeantes qui, sans contrôle des actionnaires, pourraient décider d'engager des dépenses inadaptées. Par exemple, le potentiel pour des investissements mal conçus est plus élevé.

Grâce à la taille de leur vote dans des entreprises (qui dépend du nombre d'actions détenues), les investisseurs institutionnels peuvent imposer une discipline plus forte sur la direction que celle d'un groupe d'actionnaires « atomisés ». Ce rôle est étroitement lié à la capacité d'extraire des informations correctes, mais ici au niveau plutôt microéconomique. (pour une plus ample discussion des problématiques liées à la gouvernance d'entreprise (cf. 2.3 ; Plihon et Ponssard 2002).

II. LE RÔLE D'INTERMÉDIAIRE ET L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME FINANCIER



L'extraction d'information au cœur du succès des zinzins . Dans un monde incertain, l'information extraite par les zinzins grâce à l'analyse et la veille permanente des équipes de recherche et de gestion est souvent très supérieure à celle accessible pour l'épargnant isolé. Les capacités financières et professionnelles sont aussi intéressantes du point de vue de l'emprunteur : grandes masses traitées et coût de financement potentiellement compétitif. Dans un scénario optimiste, la capacité professionnelle des zinzins doit mener à une

allocation plus efficace des investissements, et en conséquence à un rendement supérieur, aux alternatives pour l'épargnant, de même niveau de risque. En termes plus techniques, les investisseurs institutionnels sont mieux placés pour se maintenir sur la frontière efficace entre risque et rendement.

Mais les zinzins agissent-ils toujours comme des acteurs informés ? Selon J.M. Keynes, il y a deux types d'investisseurs sur les marchés : les professionnels qui agissent à partir d'une analyse visant à évaluer la valeur fondamentale des actifs, et les spéculateurs, chartistes et « noise traders » qui simplement essayent de profiter des mouvement des marchés d'un jour à l'autre. *A priori*, les investisseurs institutionnels s'inscrivent dans le premier groupe, mais comme les analyses les plus contemporaines des économistes l'ont souligné (Dornbusch, 1990), les investisseurs institutionnels ont parfois des comportements plus proches du second groupe : ils ne jouent pas toujours les acteurs informés.

Pour le moment on peut accepter cette caractérisation des zinzins comme des investisseurs rationnels, au sens néoclassique du terme (voir Friedman 1953). Dans cette perspective, la montée en puissance des zinzins reflète le processus de maturation des marchés financiers (Rybaczynsky, 1997).

Selon Rybczynsky (1997), l'évolution du marché financier peut être divisée en trois phases :

- **La phase bancaire** où le financement des entreprises non-financières est obtenu auprès des banques sous la forme d'emprunts (non-tradable loans). Aussi les banques collectent l'épargne totale ; les marchés monétaires sont essentiellement interbancaire. Dans cette phase, les banques jouent un rôle dominant dans l'économie : la plus grande partie de l'intermédiation financière passe par le secteur bancaire et se retrouve dans son bilan. Les banques peuvent même être actionnaires des entreprises non-financières. Les banques ont la capacité d'accéder aux informations privées sur les emprunteurs, évaluer les risques des emprunteurs et décider le prix (le coût du crédit) et diversifier le risque. Le secteur bancaire constitue ainsi un aiguillon de la performance des entreprises par son monitoring des entreprises emprunteuses.
- **La phase de «marchéisation»** ; dans cette phase le secteur bancaire fera de plus en plus face à d'autres fournisseurs d'épargne et produits de financement (en particulier la détention croissante directe d'actions par les ménages). Mais les banques restent le fournisseur principal de fonds au secteur non-financier. En même temps les marchés monétaires commenceront à croître, ainsi que le marché obligataire (lié d'abord au financement des administrations publiques). Ces deux marchés resteront dominés par les banques, mais cette phase est quand même caractérisée par un degré croissant de désintermédiation bancaire, c'est-à-dire un déclin relatif du rôle des banques en tant que collecteur d'épargne et de prêteur. Le « monitoring » de la performance économique des emprunteurs commence à être partagés avec d'autres institutions financières et progressivement les banques perdent leur avantages en termes d'innovations financières.
- **La phase de titrisation** : dans cette phase, les marchés financiers fournissent la plupart du financement aux secteurs non-financiers de l'économie. Les obligations d'entreprise et les titres commerciaux se substituent aux emprunts bancaires ; même les prêts hypothécaires et le crédit consommation aux particuliers sont titrisés, c'est-à-dire mis en pool et revendus comme d'autres actifs sur les marchés de dette. La collecte et l'allocation de l'épargne, le « monitoring » des entreprises et des administrations publiques sont conduits par les marchés financiers (les agences de notation, banques d'affaires et investisseurs institutionnels). Dans ce contexte, l'innovation en termes de produits financiers commence à s'accélérer. De nouvelles formes d'expertise et d'acteurs institutionnels apparaissent dans le champ des marchés financiers avec des implications pour les banques. *Trading, underwriting, conseil et gestion d'actifs* prennent des places centrales alors même que les activités bancaires traditionnelles perdent de l'importance.

Cette évolution dépend de nombreux facteurs en partie macroéconomiques et structurels. Mais il est aussi clair que cette évolution, ou maturation, dépend de l'existence d'une régulation satisfaisante et d'un système financier sain.

III. LE RÔLE FIDUCIAIRE AU SENS DE CONTRAT AVEC L'ÉPARGNANT

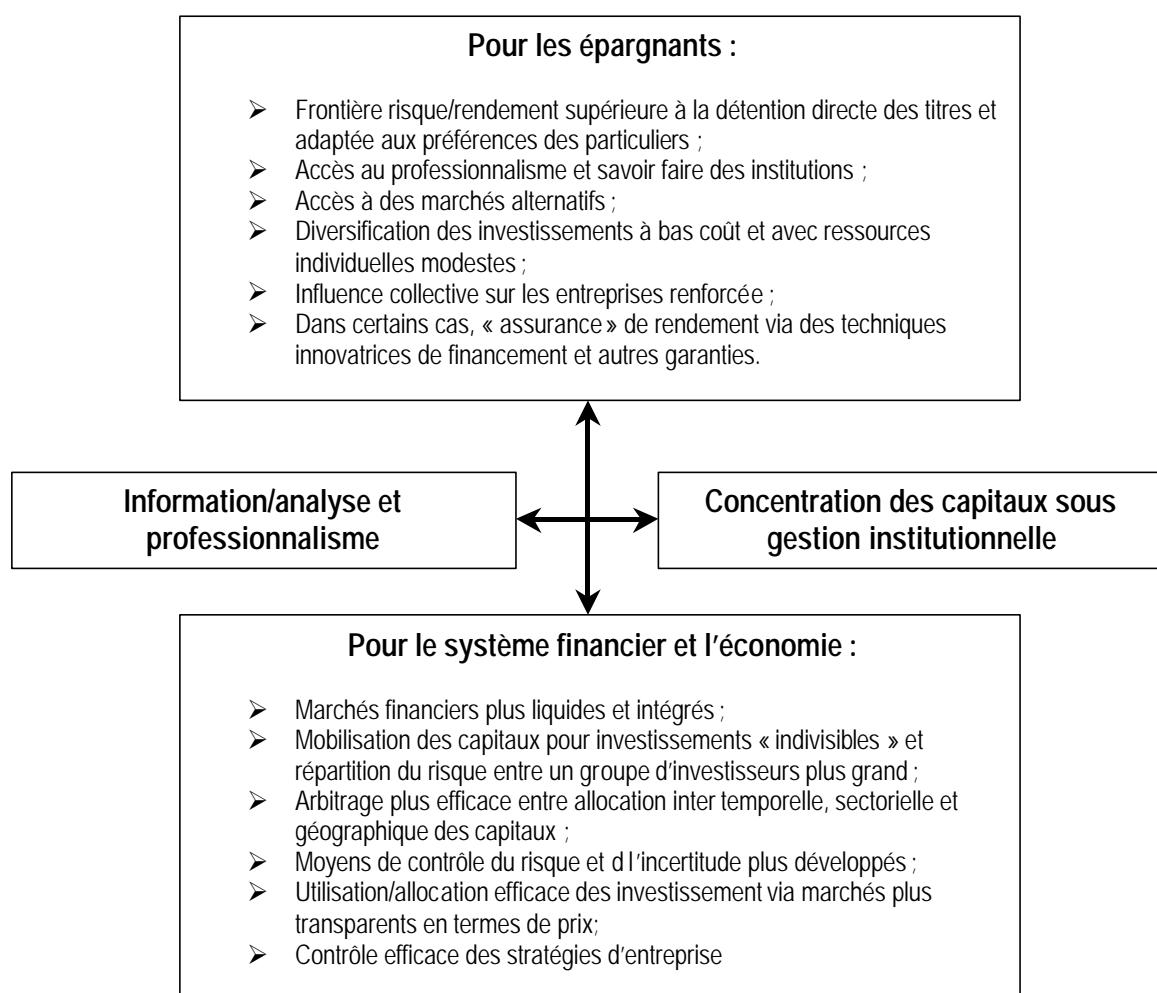


Les investisseurs institutionnels sont devenus des gardiens importants du patrimoine financier des ménages et des autres secteurs de l'économie. Avec l'introduction de doses de capitalisation dans les systèmes de retraite, cet aspect devient de plus en plus important. C'est aussi un des éléments clés de l'appréciation des risques liés à leur montée en puissance comme nous le verrons dans le chapitre 2 de ce rapport.

IV. DES APPORTS THÉORIQUEMENT FAVORABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Jusqu'ici, l'analyse nous a menés vers une évaluation plutôt positive du rôle des investisseurs institutionnels dans le système financier et dans l'économie au sens large. D'une part, ce sont les capacités professionnelles des zinzins qui ont été soulignées : leur capacité d'analyse et d'utilisation des informations est supérieure à celle des investisseurs particuliers. D'autre part, on a souligné la concentration des capitaux sous gestion institutionnelle qui renforce logiquement les effets de leurs stratégies sur les marchés financiers et l'économie. Pour résumer, il y a de nombreux avantages qui ressortent de l'interaction entre le professionnalisme des zinzins et la concentration des capitaux sous gestion institutionnelle. Ils sont résumés dans le graphique 5.

Graphique 6 – Les dimensions théoriquement favorables de la gestion institutionnelle



Professionnalisme et diversification des portefeuilles au cœur de la montée en puissance des zinzins. Le choix de laisser les investisseurs institutionnels monter en puissance dans l’intermédiation financière est la résultante de décisions rationnelles : s’assurer que l’allocation des investissements est entre les mains des professionnels. Grâce à un savoir-faire supérieur, à la maîtrise des innovations financières et aux masses de fonds collectés qui autorisent la diversification des portefeuilles d’actifs sur des marchés et des secteurs différents, les gestionnaires professionnels peuvent minimiser le risque et maximiser le rendement pour les investisseurs finaux tout en assurant une allocation efficace des investissements au niveau macroéconomique.

Mais un manque de régulation ? Toutefois la maturité achevée avec la phase de titrisation, et la montée en puissance associée des zinzins, ne sont pas forcément synonymes de stabilité, ni financière, ni macroéconomique. Ceci a, du coup, de profondes implications pour la régulation. Dans le cas du secteur bancaire, une plus grande partie de la régulation est dédiée à assurer la stabilité financière (ratios de solvabilité visant à maîtriser les risques). Les mêmes réglementations ne sont le plus souvent pas appliquées au secteur zinzins. De plus il faut admettre que le développement des zinzins s’est accompagné d’épisodes où l’intermédiation institutionnelle a, par ses comportements, déstabilisé le système financier. De même il apparaît que ce développement a accru les risques encourus par les ménages, sans que ceux-ci en aient forcément conscience. Ces réflexions nous entraînent vers la régulation, existante ou potentielle. Avant cela, il convient de mieux analyser les incidences des comportements des investisseurs institutionnels.

Chapitre 2

Les risques

La stabilité et la qualité d'un système financier dépendent largement de la coexistence d'acteurs avec des objectifs divergents et des comportements complémentaires (BRI, 1998). Par extension, on pourrait dire que l'allocation optimale des ressources financières dépend aussi de la diversité des sources de financement offrant l'accès aux financements pour l'ensemble des secteurs productifs de l'économie. Dans ce contexte, l'évolution des zinzins pendant les années 1990 est plutôt un élément positif ; elle a multiplié les canaux d'intermédiation financière et donc la diversité nécessaire pour promouvoir la stabilité, la liquidité et la transparence des marchés financiers.

Néanmoins, il y a aussi des problèmes potentiels pour le système financier. Il faut bien sûr aborder les effets de la concurrence entre le secteur bancaire historique et les zinzins, mais aussi ceux liés à la concurrence acharnée entre les zinzins eux mêmes. Pour le deuxième point, on parle bien sûr des comportements mimétiques ou « moutonniers » et de leurs effets sur le marché, mais aussi de la qualité de la gouvernance d'entreprise dans cet environnement.

Concernant les effets de la concurrence entre banques et zinzins deux questions principales ressortent. **La réponse des banques au défi des investisseurs institutionnels est une question clef pour analyser en quoi la volatilité des prix d'actifs ou une crise sur les marchés financiers se transmet à l'ensemble du système financier, avec des conséquences graves pour l'économie réelle.** Deuxièmement, la restructuration des portefeuilles des ménages au cours des années 1990 et **la désintermédiation bancaire, impliquent qu'une part croissante des flux financiers de l'économie est gérée par des intermédiaires plus légèrement régulés que les banques**, que cela soit en termes de structure de portefeuille, niveau de risque, solvabilité et autres.

En termes de stabilité financière, la régulation des banques est largement préventive, c'est à dire construite pour **prévenir les crises financières**. En revanche **la régulation du secteur des zinzins est largement réactive**. Certes, le secteur zinzins est quand même un peu régulé; il y a des régulations plus ou moins strictes en ce qui concerne la solvabilité des institutions de l'épargne contractuelle, principalement les fonds de pension PD et les assureurs¹. Mais en termes du risque pris, et de la structure du portefeuille en général, le secteur tend à être de plus en plus libéralisé. Les fonds d'investissement ouverts vers le grand public sont faiblement régulés, notamment en ce qui concerne la régulation sur les obligations d'information des souscripteurs sur les risques attachés, ou les régulations pour prévenir des comportements frauduleux.

¹ *Les fonds pension CD et l'assurance vie en support de unités de compte ne sont en général pas soumis à des restrictions de solvabilité puisque les actifs sont égaux aux engagements (passif) par définition.*

1 FORMES D'ADAPTATION DU SYSTÈME FINANCIER ET RISQUES FINANCIERS ET MACRO-ÉCONOMIQUES ASSOCIÉS

Le problème principal ici c'est que, de plus en plus, les flux de financement ont été canalisés, au moins jusqu'en 2000 *via* un secteur plus légèrement régulé (solidité et solvabilité) que le secteur bancaire. Cela soulève des risques particuliers pour la stabilité du système financier : les zinzins sont moins restreints en termes d'offre de produits vers le grand public, et aussi en termes de stratégies de placements. Etant donné l'environnement très concurrentiel dans lequel ils opèrent, ils adoptent des stratégies de placements qui sont plus risquées afin d'offrir des rendements plus élevés à leurs clientèles.

Pour le secteur des entreprises non-financières, la montée des zinzins implique une transformation de la relation prêteur/emprunteur. D'abord, la relation entre entreprises et banques dépend d'**informations essentiellement privées**. A l'opposé, la structure actif/passif (détenzione/émission des titres mobiliers) entre entreprises et investisseurs institutionnels est essentiellement soutenue et structurée par **l'accès à de l'information publique**. En outre, pour vendre leur produits, les zinzins analysent et transmettent cette information à leur clients de manière plus transparente que le secteur bancaire. Les zinzins concentrent aussi le pouvoir de vote pour un actionnariat qui sans eux serait plutôt diffusé et atomisé ; comme on l'a déjà noté, ceci devait permettre de traiter en partie les problèmes attachés aux asymétries d'information entre actionnariat et management.

En bref, une composante « zinzins » dans les systèmes financiers offre des avantages : notamment la transparence et la montée de la gouvernance d'entreprise qui s'opposent aux risques éventuels du « capitalisme de copinage ». Par exemple, au Japon, le secteur des zinzins est relativement faible (les actifs institutionnels représentent 100.5% du PIB en 1999) comparé aux Etats-Unis (plus de 200% du PIB en 1999). Les problèmes dans les relations étroites, souvent capitalistiques, entre banques et entreprises au Japon sont bien connus : ils ont laissé la voie libre à des crédits finançant des investissements très souvent peu rentables. En conséquence, les banques sont maintenant confrontées à de nombreuses créances douteuses et l'économie stagne. En outre, l'exposition des banques aux aléas boursiers, notamment *via* l'acceptation d'actions comme collatéraux pour des crédits, pèse aussi sur les marchés.

Ce n'est sans doute pas justifié d'attribuer tous les maux contemporains de l'économie nipponne à la faiblesse du poids des investisseurs institutionnels, mais une forte, et saine (régulée ?), composante institutionnelle dans le système financier nous semble plutôt nécessaire et est un signe de maturité. D'abord, la liquidité et la transparence de marché sont améliorées ; de plus, son développement offre des opportunités de placements diversifiés au particulier qui veut assumer plus de risque. En bref, le développement d'un secteur

d'investisseurs institutionnels est un élément clé d'un système financier diversifiant les sources d'accès au financement pour l'économie tout en accroissant les opportunités pour les particuliers.

Toutefois cette montée, avec ses avantages, ne se fait pas sans risques : on s'approche alors des enjeux de régulation.

V. IMPLICATIONS POUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

La montée des zinzins implique un changement de la structure de l'intermédiation financière, d'un système dominé essentiellement par les banques (et le marché interbancaire) à un système orienté vers le marché financier.

Les caractéristiques du système essentiellement bancaire peuvent se résumer avec les points suivants (Schmidt *et al*, 2002) :

- les banques dominent le secteur financier, les investisseurs institutionnels jouant un rôle réduit ;
- le marché financier est sous-développé ;
- l'accumulation de ressources financières par les ménages est largement constituée par les dépôts bancaires et les créances auprès des assureurs ;
- le financement externe des entreprises non-financières dépend des crédits bancaires à long terme, soutenus par des relations banque/entreprise elles aussi de long terme ;
- les réserves destinées aux pensions de retraites sont une source importante de financement interne pour les entreprises ;
- les détentions d'actions croisées entre entreprises sont fréquentes ;
- la majorité des entreprises ne sont pas cotées : celles qui sont cotées sont aussi détenues par un nombre réduit de grands détenteurs ;
- les grands actionnaires sont parfois rejoints par d'autres détenteurs (par exemple les employés) dans la gouvernance d'entreprise. Ces derniers sont souvent fortement encouragés à faire des investissements spécifiques ;
- le contrôle externe des entreprises par le marché financier est faiblement développé.

En revanche, **le système de marchés financiers est caractérisé par les points suivants :**

- les investisseurs institutionnels dominent le secteur financier, et les banques jouent un rôle réduit ;
- les marchés financiers sont hautement développés ;
- l'accumulation des ressources financières par les ménages est largement constituée par des investissements sur les marchés financiers, *via* la détention en direct des titres ou indirecte *via* les zinzins ;
- le financement externe du secteur non-financier dépend largement du marché financier, soit directement (émission des obligations ou d'actions), soit indirectement (crédits titrisés) et les investisseurs institutionnels sont les fournisseurs majoritaires du financement ;
- le crédit bancaire est plus à court terme et soutenu par des contrôles plus stricts et directs ;

- une majorité des entreprises sont cotées, et l'actionnariat est diffusé : les détentions croisées sont plus rares ;
- la gouvernance d'entreprise est dirigée vers la création de « shareholder value » (valeur pour l'actionnaire) via des mécanismes de marché ;
- le contrôle externe par le marché financier est hautement développé ;
- les relations entreprises/détenteurs sont basées sur des détentions de titres mobiliers liquides, et donc potentiellement de court terme.

Il faut noter ici que les distinctions sont analytiques ; la plupart des pays européens se trouveront avec des caractéristiques souvent hybrides des deux systèmes. Mais en général, nous sommes dans une situation où, en parallèle avec la croissance des actifs financiers par rapport au PIB, il y a aussi eu un glissement vers l'intermédiation institutionnelle et un déclin des détentions directes d'actifs financiers par les secteurs non financiers de l'économie.

A. LE FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

Le financement des entreprises par crédit bancaire est en déclin dans les quatre économies principales de l'Union européenne. Pour le Royaume Uni, le déclin n'est pas trop brutal, car les marchés financiers sont historiquement plus développés, même si les crédits ont atteint un point haut en 1990. Par contre, le déclin des crédits bancaires en Allemagne, France et Italie est plus significatif, surtout dans le cas de la France où les crédits ont reculé de 45% du passif total en 1980 à 16% en 2000. Même en Allemagne, l'économie européenne la plus dominée par le secteur bancaire, la part des crédits comme source de financement a reculé. En général, même si le ratio des actions aux financements totaux est gonflé par les valorisations boursières en 1998-2000, cela démontre le recours croissant des entreprises aux marchés financiers pour leur financement externe.

Tableau 22 – Europe : Structure du passif des entreprises non financières 1980-2000
(en % du total)

		Royaume Uni	Allemagne	France	Italie
Instruments du marché monétaire	1980	0.3	0.4	0.0	0.3
	1990	0.6	0.1	1.3	0.1
	1998	0.9	0.1	1.1	0.3
	2000	0.9	0.4	1.4	0.1
Crédits	1980	26.5	68.5	44.6	43.8
	1990	35.7	67.4	25.8	44.0
	1998	22.3	41.5	20.9	41.0
	2000	22.5	42.8	16.1	36.4
Obligations	1980	2.3	2.8	5.2	3.5
	1990	5.4	3.0	4.1	3.5
	1998	5.6	1.8	4.1	1.8
	2000	6.5	1.3	3.4	0.7
Actions	1980	48.4	28.3	50.2	52.4
	1990	58.4	29.6	68.8	52.4
	1998	71.1	56.6	73.9	56.9
	2000	70.2	55.4	79.0	62.7
Passif Total en % du PIB	1980	71.2	63.7	94.1	102.2
	1990	165.1	88.7	187.1	106.9
	1998	235.1	126.5	269.5	116.8
	2000	292.7	147.3	371.4	148.6
Dette/PIB	1980	20.7	45.7	46.9	48.6
	1990	68.8	62.5	58.4	50.9
	1998	68	55	70.3	50.4
	2000	87.4	65.7	78	55.4
Liquidité/PIB	1980	9.9	22.1	12.5	22.8
	1990	23.8	27.2	17.5	12.5
	1998	26.7	18.8	16.3	11.7
	2000	31.9	22.4	21.1	14.6
Dette nette/PIB	1980	10.8	23.6	34.4	25.8
	1990	45	35.3	40.9	38.4
	1998	41.3	36.2	54	38.7
	2000	55.5	43.3	56.9	40.8

Source : Byrne et Davis 2002

On voit aussi que le passif total des entreprises par rapport au PIB a crû fortement au cours des deux décennies étudiées. Cela pourrait indiquer que l'accès aux marchés financiers développés encourage un surendettement de la part des entreprises; l'Allemagne et l'Italie, avec des marchés moins développés montrent un ratio passif/PIB moitié moindre que celui de la France. Cependant, il faut différencier le recours aux actions et le passif dette (crédits, instruments du marché monétaire et obligations) car ils n'ont pas les mêmes implications pour la fragilité financière ; car lorsqu'une entreprise lève des capitaux via une augmentation de capital, c'est-à-dire une émission d'actions nouvelles sur le marché boursier, les investisseurs achètent une part de l'entreprise en échange de dividendes potentiels et non assurés. L'avantage pour l'entreprise est de ne pas accroître sa charge d'endettement. A cause de cela, le ratio dette/PIB est plus informatif, et ici les différences sont moins marquées, même si le Royaume Uni et la France restent en tête.

Si on déduit les actifs liquides du secteur des entreprises non financières (dépôts bancaires, autres actifs de court terme et les obligations) de la dette on arrive à des différences de dette nette qui sont plus réduites encore, entre 55-57% du PIB pour le Royaume Uni et la France en 2000 et autour de 40% pour les deux autres pays.

B. LES COMPORTEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES

Dans les économies étudiées ci-dessus, les comportements financiers des ménages ont fortement changé au cours des deux dernières décennies. D'abord, le poids dans le patrimoine financier total de la détention de monnaie et dépôts bancaires a reculé; en fait elle a été divisé par plus de deux pour la France, l'Italie et Allemagne.

La raison primordiale de cette tendance est sûrement un niveau de patrimoine financier généralement plus élevé. Cela a pour effet de diminuer le niveau de liquidité exigé (monnaie et dépôts transférables) en pourcentage du patrimoine total. Comme on le voit clairement sur le tableau ci-dessous, l'effet est plus prononcé pour les pays avec des ratios patrimoine/PIB élevés ; par contre, en Allemagne, avec un niveau de patrimoine des ménages inférieur aux autres, le niveau de la détention de monnaie et dépôts bancaires est nettement plus élevé. Les innovations financières, le développement des marchés de crédit à la consommation et les cartes de crédit affectent négativement la demande de monnaie et de dépôts.

En revanche, on voit aussi la diffusion des fonds de pension, de l'assurance-vie et des fonds d'investissement comme véhicules d'accumulation patrimoniale par les ménages. En particulier, la diffusion de ce type d'instrument financier a cru fortement en Italie et France sur les deux dernières décennies.

En bref, le niveau élevé du patrimoine financier a augmenté la demande des ménages pour des instruments financiers en substitution de la monnaie et des dépôts bancaires, instruments qui sont en général moins liquides que les moyens de paiement.

Tableau 23 – Europe : Structure du patrimoine des ménages 1980-2000 (en % du total)

		Royaume Uni	Allemagne	France	Italie
Monnaie et dépôts	1980	42.8	64.2	66.7	65.9
	1990	32.3	52.1	40.3	4.5
	1998	22.1	40.8	31.0	28.8
	2000	22.8	36.2	26.4	24.9
IMM	1980	0.1	0.2	0.0	9.5
	1990	0.1	0.4	2.1	12.7
	1998	0.1	0.1	0.5	2.3
	2000	0.1	0.0	0.0	1.0
Obligations	1980	5.4	12.7	10.2	8.2
	1990	1.8	15.2	4.0	18.9
	1998	1.4	11.6	2.6	21.0
	2000	1.2	10.8	1.9	17.9
Actions	1980	13.7	4.8	13.3	10.3
	1990	17.6	6.0	26.8	20.6
	1998	16.6	15.3	33.0	19.5
	2000	17.9	16.7	38.4	26.0
Fonds mutuels	1980	1.1	0.0	2.5	0.0
	1990	0.7	4.5	14.0	2.2
	1998	3.9	9.4	9.4	17.1
	2000	6.0	12.1	9.0	17.6
Assurance vie et fonds pensions	1980	36.8	18.1	7.3	6.1
	1990	47.5	21.8	12.8	8.5
	1998	55.8	22.8	23.6	11.4
	2000	51.9	24.2	23.9	12.7
Total en % du PIB	1980	117.3	93.7	94.8	84.8
	1990	200.5	121.7	137.3	166.2
	1998	302.4	160.7	198.1	204.1
	2000	300.4	167.7	229.6	225.1

Source : Byrne et Davis 2002

C. EFFETS SUR LE SYSTÈME FINANCIER LUI MÊME

Le niveau du rapport actifs totaux du secteur financier sur PIB est un indicateur de la taille des marchés financiers, mais aussi du potentiel pour une structure d'intermédiation différenciée. Sans exception, le ratio actifs/PIB a doublé dans

les quatre économies concernées ; le niveau du Royaume Uni est un reflet de la position de Londres comme un centre financier global, mais résulte aussi du fait que les fonds de pension et les assureurs y sont hautement développés.

Si on regarde la structure des actifs du secteur financier (les banques centrales comprises), on voit que ceux-ci sont concentrés sur les crédits et titres mobiliers (obligations et actions). En 2000, les obligations et les actions comptent pour plus de 40% des actifs totaux en Italie ; pour les trois autres, cette part est inférieure à 40%, mais est toutefois considérable. Dans toutes les économies concernées, le ratio des crédits tend à diminuer, très fortement dans certains cas comme la France.

Au total, cela reflète la « titrisation » de l’intermédiation financière. D’un côté, ceci représente une évolution du financement vers des relations dans lesquelles l’information publique joue un rôle central en contraste avec la relation essentiellement privée qui caractérise la relation banque/entreprise. Au total, même quand l’innovation financière qui accompagne le processus peut rendre les marchés opaques jusqu’à un certain degré, la titrisation représente une transparence du marché plus importante.

Tableau 24 – Europe : Actifs des secteurs financiers 1980-2000 (en % du total)

		Royaume Uni	Allemagne	France	Italie
Monnaie et dépôts	1980	17.9	4.0	30.4	20.9
	1990	30.1	6.2	28.1	19.4
	1998	27.3	12.7	26.0	12.3
	2000	27.6	12.6	25.1	12.6
IMM	1980	2.4	0.4	1.8	7.4
	1990	4.6	0.4	7.3	3.4
	1998	3.6	0.3	8.7	2.4
	2000	3.3	0.6	8.7	0.9
Crédits	1980	56.1	78.4	53.0	43.2
	1990	36.3	69.3	43.0	50.2
	1998	26.5	49.0	26.5	40.2
	2000	27.2	44.9	23.7	41.3
Obligations	1980	12.1	11.3	4.9	20.9
	1990	9.3	15.8	12.0	19.5
	1998	16.0	22.4	16.5	28.7
	2000	7.0	20.0	14.6	24.4
Actions	1980	10.0	2.4	3.7	1.7
	1990	18.1	4.7	5.5	5.9
	1998	24.2	12.2	15.5	14.8
	2000	24.1	15.6	20.8	18.5
Fonds mutuels	1980	1.4	0.0	0.0	0.0
	1990	1.7	1.6	2.1	0.0
	1998	2.4	3.3	4.7	0.6
	2000	2.3	5.9	6.6	1.5
Reserves banque	1980	n/d	3.4	6.3	5.8

centrale (or monétaire et SDRs)	1990	n/d	2.0	2.0	0.6
	1998	n/d	0.1	0.6	0.9
	2000	n/d	0.5	0.5	0.8
Total en % du PIB	1980	213.2	162.0	202.7	152.3
	2000	625.6	347.7	409.7	239.9

Source : Byrne et Davis 2002

Les actifs des investisseurs institutionnels tendent à croître en tandem avec l'expansion des actifs du secteur financier en général ; l'accumulation élevée des ressources financières dans l'économie va de pair avec une croissance de l'intermédiation financière par les zinzins. Concernant les fonds de pension et l'assurance-vie, le Royaume Uni est plus avancé que les autres, car le démarrage de la croissance du secteur est arrivé plus tôt. L'explication de cela est assez simple ; le taux de remplacement du système de retraite par répartition au Royaume Uni est faible (couramment autour de 30% et prévu en baisse vers 25%). L'implication ici c'est que les ménages n'ont pas le même niveau de « patrimoine social » que les économies continentales où le taux de remplacement est plus élevé, conduisant à une demande soutenue pour des produits d'épargne contractuelle destinés à soutenir les revenus de la retraite. En conséquence, les fonds mutuels, en général perçus comme plus risqués à court terme, sont moins développés par rapport au PIB.

En revanche, la répartition des actifs institutionnels entre assurance-vie/fonds de pension et fonds mutuels dans les économies continentales est plutôt inversée. En France, les fonds d'investissement arrivent à un ratio actifs/PIB qui est comparable à celui des assureurs-vie et des fonds de pension ; en Italie, les actifs des fonds mutuels sont bien supérieurs à cette épargne contractuelle. La conclusion qu'on est tenté de tirer ici c'est qu'un taux de remplacement par le système de sécurité sociale plus élevé, permet aux ménages continentaux de diriger leur épargne vers des produits plus liquides car non contractuels, généralement risqués et d'une durée de détention relativement courte par rapport à l'assurance vie et aux fonds de pension.

Tableau 25 – Europe : Actifs des investisseurs institutionnels 1980-2000 (en % du PIB)

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Assurance-vie et fonds de pension	1980	36.7	19.5	7.6	2.5
	1990	89.6	33.9	18.4	6.9
	1998	166.2	48.1	58.7	17.5
	2000	168.2	55.9	69.3	22.6
Fonds mutuels	1980	5.7	N/d	n/d	n/d
	1990	11.6	9.2	30.4	3.6

Les investisseurs institutionnels et la stabilité financière

	1998	25.5	28.1	45	34.9
	2000	32.4	40.4	60.6	41.4

Les conséquences générales pour le secteur bancaire sont clairement visibles dans le tableau 5 ; sous la pression concurrentielle des zinzins, la structure des actifs bancaires dans les économies continentales a évolué de plus en plus vers les actions et les fonds mutuels, ce qui n'a pas été le cas au Royaume-Uni.

Tableau 26 – Europe : Actifs du secteur bancaire, 1980-2000 (en % du total)

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Monnaie et dépôts	1980	25.0	0.5	31.2	23.0
	1990	38.0	0.3	35.1	27.0
	1998	33.7	8.4	36.1	17.0
	2000	34.9	9.0	35.0	16.2
IMM	1980	2.5	0.4	1.9	8.4
	1990	5.8	0.5	3.5	4.3
	1998	4.8	0.4	10.5	2.2
	2000	4.2	0.8	9.3	0.7
Prêts	1980	69.1	83.4	55.9	36.3
	1990	49.9	80.7	54.1	46.5
	1998	44.6	61.7	33.8	57.2
	2000	45.8	59.5	32.3	58.9
Obligations	1980	2.0	10.1	2.5	24.0
	1990	4.8	13.3	5.1	18.3
	1998	11.7	20.7	7.7	17.6
	2000	7.0	19.5	7.6	14.6
Actions	1980	0.0	1.6	1.9	1.5
	1990	1.4	2.4	1.6	1.6
	1998	2.3	6.4	9.2	5.4
	2000	2.9	7.9	13.3	7.9
Fonds mutuels	1980	1.3	0.0	0.0	0.0
	1990	0.0	0.3	0.6	0.0
	1998	0.0	2.2	1.3	0.1
	2000	0.1	2.7	1.9	0.3
Reserves BC (or monétaire et SDRs)	1980	n/d	3.9	6.6	6.9
	1990	n/d	2.5	N/d	2.3
	1998	n/d	0.2	0.8	1.4
	2000	n/d	0.6	0.7	1.3
Total en % du PIB	1980	134.6	142.5	193.0	128.3
	1990	263.2	178.2	209.4	98.9
	1998	315.2	232.0	249.3	140.2
	2000	346.0	251.8	276.3	151.4

D. CONCLUSION

Une phase de désintermédiation bancaire. Le paysage financier général a été fortement modifié au cours des années 1990 et c'est bien là la première conclusion de l'analyse présentée dans les sections précédentes. La montée en puissance des investisseurs institutionnels est un phénomène qui a largement défini les nouveaux contours de ce paysage. Du coup, les paramètres de l'intermédiation financière ont été modifiés : le secteur bancaire a vu son rôle décroître dans le processus de mise en adéquation des secteurs à capacité d'épargne avec les secteurs à besoin de financement de l'économie. C'est ce que l'on a appelé la « désintermédiation bancaire ». Par contre les assureurs, les fonds d'investissement et les fonds de pension ont joué un rôle croissant. En conséquence, le secteur bancaire a été obligé de chercher des sources de revenus alternatifs. Il a développé de nombreuses innovations financières afin de capter une part des marchés en expansion. Il vend aussi à présent des sicav et des produits associés.

VI. QUELS SONT LES RISQUES DE LA NOUVELLE DONNÉE FINANCIÈRE ?

L'environnement concurrentiel raccourcit les horizons de placements...

Les performances de la gestion jugées par rapport aux indices de références (« benchmarks »). Il est commercialement dommageable pour un « zinzin » d'afficher une performance annuelle inférieure aux fameux grands indices de référence (Cac 40, Nasdaq, Footsie, etc...). En effet comment justifier aux clients que tandis que le marché effectuait un gain de 10%, votre stratégie de gestion d'actifs a sous-performé avec des gains de seulement 2% ? Si les horizons de placements sont théoriquement longs, les performances de la gestion sont jugées à court terme.

Les horizons de placements sont de plus en plus courts. D'ailleurs, les investisseurs institutionnels semblent adopter des horizons de plus en plus courts, avec une évaluation de leurs investissements sur une base de 1 à 3 années. Le temps moyen de détention des actifs est également devenu plus court, de 7 ans dans les années 60 à environ 2 ans aujourd'hui. Naturellement, la durée de détention d'un actif peut varier selon les types d'investisseur.

Les spécificités nationales sont essentielles. En effet, en France l'épargne gérée par les zinzins est une épargne à horizon de placements de moyen terme voire de court terme (épargne salariale détenue pour moins de cinq ans en moyenne, assurance vie à horizon de 8 ans, OPCVM sans engagement contractuel de long terme). Ceci s'oppose aux horizons d'engagements des fonds de pension qui sont par nature beaucoup plus longs. C'est pourquoi pour combattre le « court-termisme » de la gestion institutionnelle en France notamment il faut développer les fonds de pension. Mais attention, aux effets de second rang : aux Etats-Unis certains fonds de pension confient la gestion de leur épargne à des fonds, dont ils évaluent la performance sur des bases temporelles courtes, réintroduisant de fait

des comportements court-termiste dans la gestion. Ainsi aux Etats-Unis, 80% des avoirs des fonds de pension sont externalisés. (Sauviat, 2001).

Allonger les horizons de placement des fonds de pension implique de limiter la pression concurrentielle qui pour eux s'exprime surtout à travers la gestion déléguée et via des obligations de rendement élevées. La régulation devra donc s'attacher à limiter les rendements obligatoires des fonds de pension. En suite, elle devra soit imposer une gestion pour compte propre soit, dans le cadre de la gestion déléguée, imposer des mandats de gestion longs afin de limiter les pressions sur une performance à court terme.

A. ... ET POUSSÉ À UNE PLUS GRANDE PRISE DE RISQUE QUE CELLE JUSTIFIÉE PAR LES ENGAGEMENTS

Les OPCVM ne gèrent pas une épargne longue et stable, certes. Les OPCVM méritent un commentaire particulier à ce stade; en termes de stabilité financière, les fonds d'investissement ne sont pas à considérer de la même manière que les fonds de pension et les assureurs, puisqu'ils sont sujets à des retraits d'épargne plus rapides. Fondamentalement, les OPCVM sont des « pools » de ressources financières gérées en commun afin de diversifier les placements et donc de réduire le risque. Le « pool » peut subir des retraits immédiats de la part des détenteurs des parts, tels que les ménages. Dans le cas des retraits, les OPCVM se verront forcés de vendre les titres correspondants. En d'autres termes, les OPCVM sont potentiellement sujets à des « runs » (ou retraits massifs des dépôts) de la même façon que les banques. Logiquement, ceci peut contribuer à la volatilité du marché boursier.

Contrairement aux assureurs-vie et *a fortiori* aux fonds de pension. Au contraire des OPCVM, l'assurance-vie et les fonds de pension ont des relations avec leur clients plutôt stables: les placements dans ses produits sont une forme d'**épargne contractuelle**, très importante dans le portefeuille des ménages. Puisque la relation entre client et institution est plus durable (et régulée) que dans le cas des OPCVM, les fonds de pension et les assureurs-vie constituent *a priori* une forme de capitaux institutionnels différente : ils sont enclins à prendre des engagements à plus long terme.

Une prise de risque croissante des assureurs-vie et des fonds de pension. Ces dernières années témoignent d'une prise de risque croissante par les assureurs et les fonds de pension. Si l'on mène une analyse superficielle, on peut dire que les assureurs et fonds de pension ont été attirés par les tendances boursières ; la hausse a permis l'introduction et la croissance de produits tels que l'assurance-vie sur supports en unités de compte, et les comptes retraite à cotisations définies. En conséquence, la part des actions dans les actifs totaux s'est élevée fortement, surtout chez les assureurs. Le risque sous-jacent de solvabilité de ces

institutions est mis en question. En outre, la demande renforcée pour des actions a contribué à la hausse de la bourse et au gonflement du prix des actifs.

Qui s'explique par la baisse des rendements des produits traditionnels....

Mais l'une des raisons fondamentales de ce comportement se trouve dans les tendances macroéconomiques des années 1990. Comme on le voit sur le graphique 6 ci-dessus, le rendement des titres de dette publique, placements traditionnels du secteur, est fortement en baisse. Pendant les années 1990, le rendement moyen des obligations gouvernementales du G7 a été de 6.5% ; en général, des niveaux de rendements de ce type sont aisément commercialisables. Mais vers la fin des années 1990, ce rendement a décliné vers 4%, comparé à 9% en début de période. En conséquence, pour soutenir la compétitivité de leur produits sur les marchés de l'épargne, les assureurs se sont vus dans l'obligation d'accroître leurs placements risqués (augmenter le profil risque/rendement) ; du coup la détention totale d'obligations d'Etats a décliné, et la détention des risques associés avec les secteurs entreprises (dérivés de crédit, obligations et actions) a augmenté fortement. Les pressions collectives des assureurs sur les pouvoirs publics pour libéraliser leurs portefeuilles, largement couronnées de succès, ont contribué à ces évolutions. Les mêmes observations sont en général valides pour les fonds de pension.

Graphique 7 – Rendement obligataire moyen des G7 1990-2002



Source : Datastream - Calcul BIPE

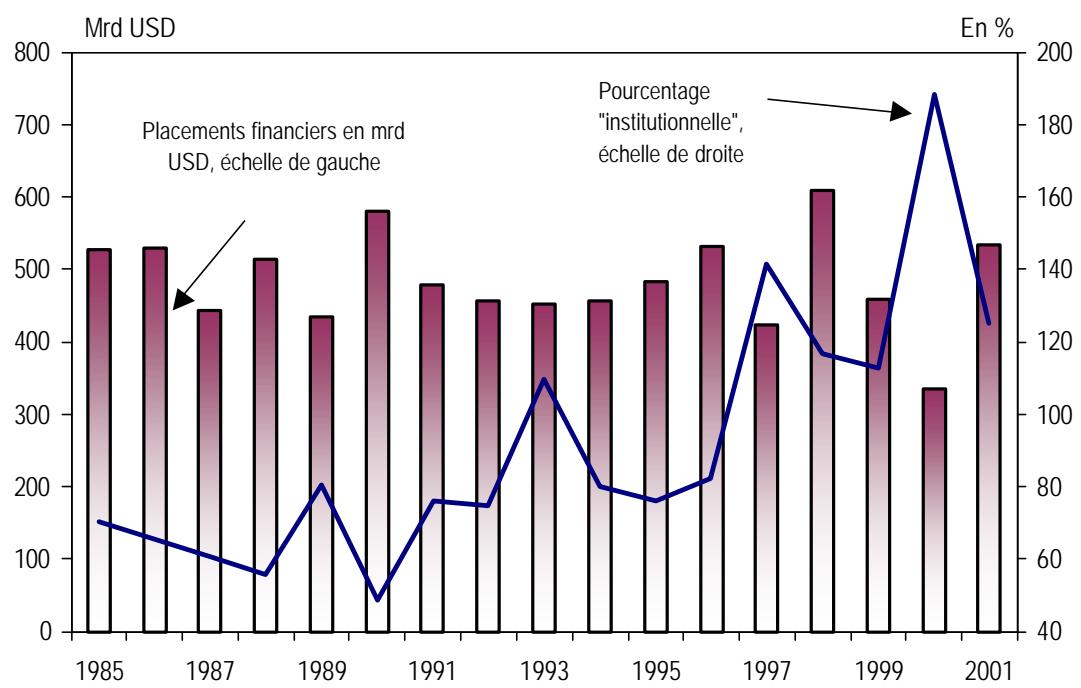
....et l'innovation financière, qui introduit des risques d'un genre nouveau
L'innovation financière a aussi contribué à l'élévation des risques absorbés par les assureurs, et en particulier des risques qui sont générés par les crédits bancaires aux entreprises. Aux Etats-Unis cela s'est fait *via* des « credit default swaps », une forme d'assurance pour le secteur bancaire en cas de faillites dans le secteur non-financier. La globalisation financière a impliqué qu'une partie de ses risques ont été ainsi transférés en Europe. En d'autres termes les assureurs européens ont absorbé des risques bancaires originaires des Etats-Unis *via* l'innovation financière, introduisant ce faisant des contraintes potentielles de liquidité, alors que leurs contraintes traditionnelles sont surtout à long terme *via* l'adéquation actifs / engagements à long terme.

La régulation visant à rallonger les horizons de la gestion présentée au point précédent traite en partie ces problèmes ; toutefois il convient de limiter les classes d'actifs autorisées. Il s'agit aussi d'assurer une adéquation entre les actifs détenus et les engagements à long terme.

B. UNE MONTÉE DU RISQUE DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES

Pour les ménages on peut identifier des risques avec la montée en puissance des zinzins. En général, l'intermédiation institutionnelle favorise une montée du risque dans le patrimoine financier des ménages. En ce qui concerne la frontière risque/rendement pour les particuliers, on note que le risque est réduit par rapport à la détention directe des titres, mais il n'est pas éliminé. En fait, comme nous allons voir ensuite, le poids croissant des parts en fonds d'investissement dans les actifs financiers des ménages implique tautologiquement une augmentation de l'exposition du patrimoine financier des ménages au risque de marché, car cette croissance s'est effectuée au détriment des produits d'épargne traditionnels.

Graphique 8 – Poids des placements auprès d'institutionnels dans les flux de placements financiers globaux des ménages américains 1985-2001¹



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds, calculs BIPE

Un poids croissant de la gestion institutionnelle, au delà des crises. Mais les poids respectifs des secteurs bancaires et institutionnels dans la gestion de l'épargne et le financement de l'investissement ne sont pas fixes et pourraient évoluer à nouveau vers de la ré-intermédiation bancaire. D'abord, l'évolution des marchés boursiers dans la deuxième moitié des années 1990, soutenue par des anticipations plutôt irréalistes de rendements des investissements, a biaisé l'allocation des flux d'épargne. Le graphique 7 rappelle l'exemple américain : au

¹ La somme des placements en fonds mutuels, fonds du marché monétaire, assurance-vie et fonds pension en pourcentage des placements totaux.

cours de la période 1985-2001, le poids des investisseurs institutionnels dans les placements financiers des ménages a fortement augmenté, et ce surtout depuis 1995. Les effets des crises financières (krach boursier en 1987, crise asiatique en 1997, éclatement de la bulle nouvelle économie en 2000-2001) sur l'allocation des placements sont visibles. Toutefois la tendance reste orientée vers un poids croissant des investisseurs institutionnels. Quand le niveau est au dessus de 100% ceci implique que les autres placements (non-institutionnels) subissent des sorties nettes.

La hausse de la part des produits risqués dans le patrimoine des ménages.

Pendant la longue vague de hausse des marchés boursiers des années 1990, les fonds d'investissement ont renforcé leur position dans le patrimoine financier des ménages dans toutes les économies occidentales. Même quand les ménages ont diminué le risque en substituant des fonds d'investissement à la détention directe de titres, ceux-ci et les autres véhicules risqués ont reçu des flux d'épargne de plus en plus importants, ce qui au total a augmenté fortement la part du patrimoine financier des ménages qui était exposée au risque d'un effondrement des marchés financiers. Cela s'est effectué *via* des campagnes commerciales plutôt agressives, qui soulignaient l'offre d'un rendement des investissements supérieur aux produits bancaires classiques¹. Le risque encouru en conséquence a souvent été mis de côté. D'autres produits et véhicules d'investissement plus risqués ont aussi connu un succès marqué, tels que les contrats d'assurance-vie en unité de compte, et les comptes d'épargne retraite comme les 401(k) aux Etats-Unis et autres fonds de pension à cotisations définies. La conséquence pour l'évolution des patrimoines financiers est un fort gonflement de sa croissance vers la fin des années 1990 et depuis 2000 une réduction des taux de croissance vers des niveaux plus modestes et dans la majorité des cas, négatifs.

L'intermédiation institutionnelle offre des avantages pour les particuliers par rapport à la détention directe des titres, mais quand le poids total des investissements dédiés dans le patrimoine financier des ménages s'accroît, le risque total s'accentue, car l'exposition aux marchés financiers est renforcée.

Les zinzins influencent la structure de la demande des ménages en produits d'épargne. Les tendances à la fin des années 1990 nous démontrent que les zinzins ne sont pas seulement des conduits neutres de l'épargne. Au contraire, ils possèdent des moyens pour structurer la demande des ménages en produits d'épargne. Les réputations professionnelles, les ressources informatiques et techniques, les campagnes marketing et l'accès aux marchés offerts par des gestionnaires peuvent être des éléments fortement persuasifs pour attirer les fonds des épargnants.

Le développement des fonds de pension CD renforce la prise de risque des ménages. Du point de vue des réformes des systèmes de retraite en Europe il faut

¹ *Les banques ont aussi participé à ce mouvement : elles ont vendu des SICAV pour reconquérir des parts de marché.*

souligner deux tendances qui en commun peuvent renforcer la prise de risque des ménages (et partant l'accumulation de risque dans le système financier). D'abord, l'introduction d'un pilier de retraite par capitalisation dans ces systèmes signifie en soi l'introduction inévitable du risque financier dans les placements de ressources financières pour assurer des revenus pour les retraites. Mais le niveau de risque est déterminé par les choix concrets réalisés.

On note un poids plus important aux Etats-Unis des actions dans les portefeuilles des 401(k) et des plans à CD, par rapport aux portefeuilles des fonds de pension à PD gérés par des professionnels. La raison est simple : **les ménages veulent maximiser la pension future perçue en minimisant les flux d'épargne présents, ce qui permet de maximiser la consommation sur le cycle de vie.** L'unique façon de réaliser ceci, c'est de maximiser les rendements, ce qui revient à augmenter la part des actions et des obligations risqués dans le portefeuille dédié à l'épargne retraite. Dans un système de libre choix d'épargne retraite, les investisseurs individuels vont toujours accumuler plus de risque, surtout avec l'avènement d'un marché fortement concurrentiel des produits qui favorisent ce type d'offre. Ce d'autant plus **qu'ils n'ont pas toujours la culture financière requise, et donc n'ont pas forcément conscience des risques encourus.**

La période de la hausse boursière a donc permis aux zinzins de développer un contrat avec l'épargnant où le risque encouru par ce dernier s'est nettement élevé. A l'heure actuelle, il est difficile d'entrevoir exactement comment cette nouvelle relation va évoluer; le déclin des marchés boursiers depuis mars 2000 laisse facilement penser que l'attractivité des produits risqués a diminué pour les ménages.

Ceci nous suggère que l'un des problèmes centraux de la régulation des zinzins est d'améliorer les flux d'informations vers le grand public sur la performance, les stratégies de placement et les risques attachés, comme le soulignait récemment le rapport Sandler au Royaume-Uni.

Pour ce qui est des fonds de pension en particulier, les fonds à prestations définies, sauf si ceux-ci comportent des garanties, témoignent d'une moindre prise de risque que les fonds à cotisations définies, et donc nous semblent préférables. De même, les fonds collectifs témoignent d'une moindre prise de risque que les fonds individuels. Ceci découle bien entendu du fait qu'un individu cherchera toujours à maximiser sa retraite future en minimisant ses cotisations présentes.

C. LES COMPORTEMENTS MOUTONNIERS SONT RATIONNELS ET, VU LA CONCENTRATION DES CAPITAUX, DÉSTABILISANTS

Le marché a toujours raison. Dans l'environnement concurrentiel, il vaut mieux avoir tort avec le marché que tenter d'avoir raison contre lui pour les zinzins. Car la vérité mettra peut être du temps à éclater, et si les horizons de placements sont théoriquement longs, les performances de la gestion sont jugées à court terme. (cf. point précédent)

Coller le marché ou essayer de s'en démarquer. Du coup, beaucoup de stratégies de placements sont tout simplement indicielles (les poids des actifs en portefeuille sont exactement ceux de l'indice de référence.) Les acteurs qui suivent ce genre de stratégies de portefeuilles ont donc par essence des comportements moutonniers puisque leur stratégie de placements est la résultante des évolutions moyennes du marché. D'autres zinzins adoptent des stratégies alternatives, mais ils ne peuvent pas durablement s'éloigner de la performance moyenne du marché sous peine d'être punis par les clients.

Les comportements moutonniers sont rationnels. Prenons un exemple : imaginons un gestionnaire de portefeuille dans un environnement concurrentiel, qui analyse les valeurs fondamentales d'une entreprise. Il porte un jugement positif sur la valeur de long terme de la société, dont le titre est à la peine en bourse. Il peut acheter le titre et tenter de nager contre le courant. Cela serait possible si son horizon de placements était vraiment long. Mais en réalité il sera jugé en fin d'année par rapport à la performance du marché. Il lui sera alors plus facile de défendre une performance en ligne avec la moyenne (« le courant »), que de justifier une performance en dessous de la moyenne. Du coup il est pour lui rationnel de suivre le comportement de la masse : c'est le concept de la rationalité mimétique.

Et déstabilisants. Les zinzins sont profondément impliqués dans la dynamique de bulle boursière des années 1997-2000 ; par exemple, plusieurs études ont

indiqué que les introductions en bourse couronnée de succès sont souvent celles qui avaient été fortement souscrites par les zinzins. De notre point de vue, la bulle spéculative de la fin des années 90 a été nourrie et accentuée par un biais préférentiel des investisseurs institutionnels de plus en plus aigu pour des titres associés à la « nouvelle économie ». On peut effectivement regarder ceci comme un comportement moutonnier qui s'est développé subrepticement au long des années 1990 pour culminer en 2000. De façon symétrique, l'effondrement des marchés à partir de mars 2000 s'est produit largement en raison d'un « flight to security », mené par les zinzins en raison de leur poids dans les marchés.

Etant donné le degré de concentration des capitaux entre les mains des zinzins, les effets déstabilisateurs de comportements moutonniers sont renforcés. Jusqu'ici dans la période de l'après-guerre, l'effet a plutôt été tangible au niveau international dans la séquence de crises financières qu'on a vécue (crise mexicaine, la crise asiatique). A cette époque, les flux financiers gérés par des zinzins ont contribué fortement à déstabiliser des régions économiques entières. Dans ces cas, c'était la préférence pour un portefeuille plutôt domestique des zinzins qui a dicté la retour des capitaux investis préalablement dans des marchés émergents.

La situation actuelle est différente : nous faisons actuellement face à une crise généralisée, c'est à dire autant domestique qu'internationale pour les économies occidentales. Ceci veut dire que avec la concentration des capitaux, il devient maintenant urgent d'assurer que les investisseurs institutionnels ne se comportent pas comme des spéculateurs. Pour cela il convient de réfléchir aux implications de leurs luttes pour les parts de marché de l'épargne qui les poussent à adopter des comportements risqués pour pouvoir réaliser des rémunérations potentiellement plus fortes.

C'est pourquoi la régulation doit s'attacher à limiter les prises de risques excessives des zinzins, soit en limitant la concurrence, soit en limitant les rendements offerts, soit en régulant les allocations de portefeuille d'une manière ou d'une autre. Ce type de régulation nous paraît difficilement réalisable pour des zinzins autres que les fonds de pension.

D. LE RACCOURCISSEMENT DES HORIZONS DE PLACEMENTS INFLUENCE NÉGATIVEMENT LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET L'ALLOCATION DES CAPITAUX

Les fonds de pension gardiens potentiels de la création de valeur économique. Les petits actionnaires individuels, au poids limité dans les décisions de l'entreprise, ne peuvent pas efficacement contrôler les directeurs qui agissent en leur nom (problèmes principal-agent). Dès lors, la concentration de l'actionnariat dans les mains d'investisseurs institutionnels peut pallier ce problème. En effet, de par leur poids dans le capital, ceux-ci peuvent influencer les actions des dirigeants. Autrement dit, la concentration du pouvoir par les investisseurs institutionnels peut améliorer le rendement du capital à travers une meilleure gouvernance de la gestion¹. Ceci est d'autant plus vrai que les investisseurs institutionnels s'engageraient à long terme.

¹ Ou en termes plus théoriques, accroître le retour sur capital en réduisant les coûts d'agence, c'est-à-dire les inefficacités potentielles qui surgissent entre l'actionnaire et le manager ont des intérêts qui ne sont pas nécessairement identiques.

Des horizons de placements longs permettent d'éviter les risques de « court-termisme ». Plus l'horizon d'investissement est long, plus le rapport entre les zinzins et l'entreprise sera stable, et moins il y aura de pression sur la rentabilité à court terme qui pénaliserait les investissements stratégiques avec un retour sur investissement de long terme. L'exemple sans doute le mieux connu d'une institution qui applique cette stratégie d'investissement est celui du CalPERS (California Public Employee Retirement System), un fonds de pension avec un capital de plus de USD100md. CalPERS est reconnu comme leader dans l'évolution de la gouvernance d'entreprise aux États-Unis (et même plus largement), non seulement en termes d'augmentation du rendement du capital, mais également en termes d'intérêts éthiques, sociaux et environnementaux suscités.

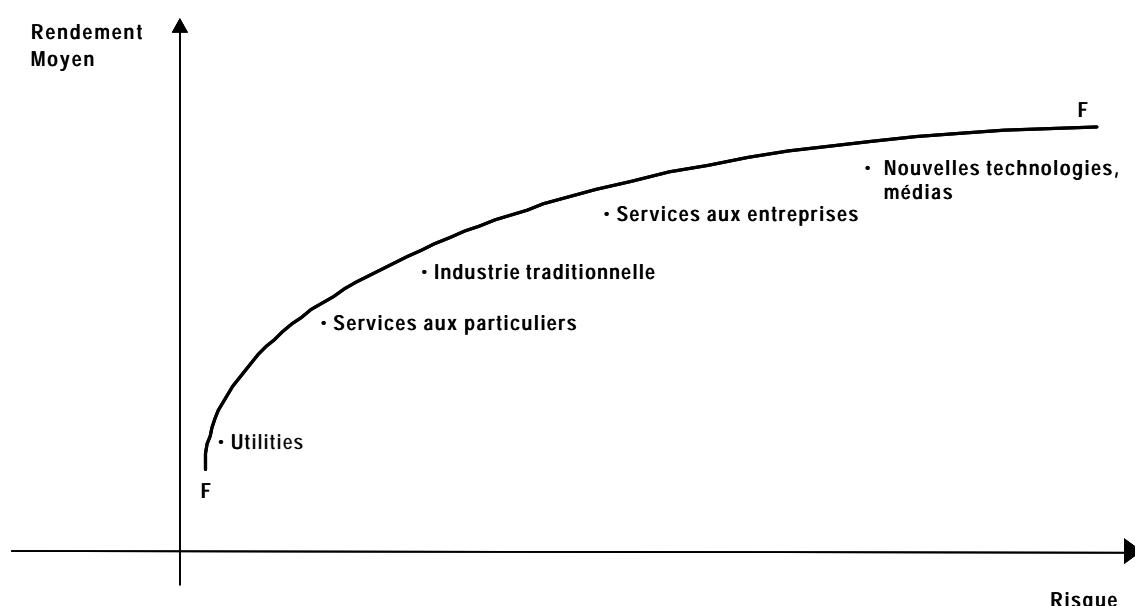
Malheureusement les stratégies de placements de long terme ne dominent pas. Ce n'est cependant pas le modèle le plus répandu (cf. section 1.2.1).

Avec des implications négatives diverses. La pression sur la rentabilité des investissements financiers risque de défavoriser les dépenses de capital, la R&D, la publicité et le marketing, et surtout les salaires et l'emploi. Il y a un risque réel que cette pression pousse les sociétés à lisser les profits et donc à utiliser d'autres facteurs pour absorber un ralentissement économique (masse salariale, etc.). Du point de vue macroéconomique, la part croissante des investisseurs institutionnels pourrait donc plutôt se traduire par un renforcement des cycles économiques. La zone euro est moins exposée à ce risque que les États-Unis, même si le pouvoir des investisseurs institutionnels a fortement augmenté en Europe.

Un manque de discrimination sectorielle des marchés actions ? Certains secteurs génèrent des revenus réguliers en croissance modérée, d'autres connaissent des croissances plus fortes mais sujettes à de plus fortes fluctuations et donc plus incertaines.

Le problème est que l'on a l'impression que des rentabilités similaires sont exigées quels que soient les secteurs. En d'autres termes, les secteurs à croissance légitimement lente sont contraints d'afficher des résultats compétitifs au détriment parfois de stratégies de long terme. Si tel est le cas, l'allocation du capital n'est pas optimale.

Graphique 9 – Les secteurs offrent des couples risques/rendements différents

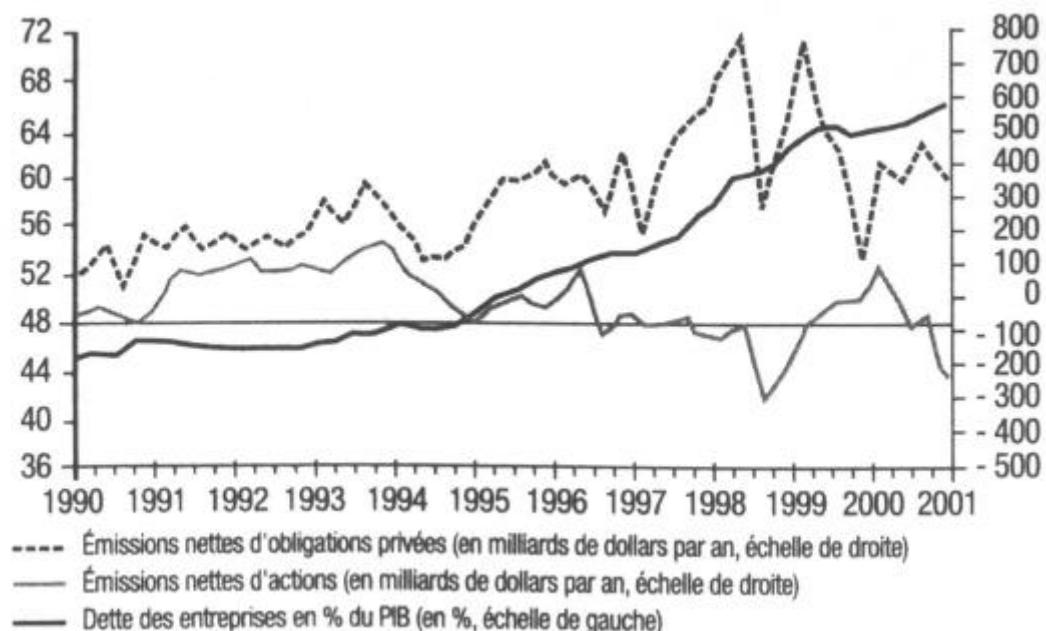


La rentabilité accrue implique une contrepartie en termes de risque, avec la montée de l'endettement. Aux États-Unis, depuis le début des années 90, on a

assisté à une envolée des rendements sur actions (les fameux ROE, ou Return on Equity), critère le plus usité de la performance des entreprises. Ceux-ci sont passés de 12 % en moyenne à 17 %. Or, dans le même temps, la rentabilité macroéconomique définie selon le rapport rendement/capital productif ne s'est que faiblement accrue. C'est que la hausse des ROE a été largement obtenue par une croissance de l'endettement des entreprises, qui permet mécaniquement une hausse du rendement sur actions puisqu'il n'y a pas d'émission d'actions nouvelles. Pire, cet endettement nouveau a parfois été employé pour racheter des actions afin de se prémunir contre des risques de rachat ! Le problème est que cet accroissement de l'endettement est porteur d'un risque de faillite plus élevé, qui ne se révèle que dans les phases de ralentissement économique.

Les régulations envisagées dans les point précédents visent à limiter ces incidences macroéconomiques fâcheuses, tout en préservant les apports des investisseurs institutionnels au système financier au sens large.

Graphique 10 – États-Unis : Effet de levier à la base de la hausse des rendements sur actions



Source : CDC Ixis

LES ZINZINS AU COEUR DES CRISES FINANCIÈRES MODERNES ?

Nous allons analyser les types de crises financières pour lesquelles on peut supposer que les zinzins jouent un rôle important. L'analyse est largement qualitative car des données sur les transactions individuelles sont difficilement accessibles.

Du rôle des zinzins dans les enchaînements boursiers des 7 dernières années.

Les niveaux de risques accumulés par le système financier peuvent s'analyser dans le contexte contemporain (les événements des marchés boursiers de 1998-2002). Les événements qui ont suivi l'éclatement de la bulle « nouvelle économie » en mars 2000 constituent-ils une crise financière ? D'après l'un de nos interlocuteurs¹, la longue baisse des marchés boursiers constituent un « classic bear market » (marché baissier classique), et pas encore une vraie crise financière en termes d'effondrement de la liquidité (la capacité des marchés à absorber des volumes importants de transactions sans entraîner des fluctuations de prix trop importantes comme cela c'est passé lors de la crise asiatique ou la faillite du fonds LTCM). Toutefois même en acceptant cet argument, il y a toujours le risque que ce marché baissier se transforme en crise de l'économie réelle, en raison du durcissement induit des conditions de crédit qui, souvent, suivent une baisse des marchés boursiers. Le point important à examiner ici est l'accumulation du risque dans le système financier sur la période 1998-2002 et le rôle joué par les investisseurs institutionnels. Au total, il nous semble que les zinzins ont joué un rôle central dans l'émergence de la bulle (1996-2000) et son éclatement (2000-2002).

Par « crise financière » on entend ici des déstabilisations économiques générées par les mouvements abrupts de taux de change, les retraits importants de capitaux, etc. En d'autres termes par crise financière on entend des épisodes au cours desquels **le système financier n'est pas capable d'assurer ses fonctions de base (chambre de compensation, allocation efficace du crédit face aux opportunités d'investissement), une situation qui aura des implications importantes pour l'activité économique réelle**. A noter ici que cette définition exclut la volatilité des prix d'actifs en soi ou un mauvais alignement entre les prix des actifs et les fondamentaux économiques. Ceci veut dire que l'on ne considère pas une bulle spéculative comme une crise en soi (même si elle en constitue la genèse); par contre la phase de correction (l'éclatement de la bulle) entraîne en général une crise de l'économie réelle.

Dans le contexte de cette étude, il est important de noter que les crises financières ne sont pas uniquement causées par les comportements des investisseurs institutionnels.

¹ Professeur E Philip Davis, Brunel University, Royaume Uni ; entretien du 3 décembre 2002.

A. LES CRISES FINANCIÈRES : UNE TYPOLOGIE

Même si elles paraissent diverses en termes de causes et de manifestations, l'expérience historique suggère qu'on peut distinguer trois types généraux de crises financières ou des périodes d'instabilité financières.

Des crises entraînées par des faillites dans le secteur bancaire dues à des pertes d'investissements ou à un excès de prêts non-performants. Les exemples de ce type de crise sont nombreux (le crise bancaire texane et la crise « Savings and Thrifts » aux USA entre 1979-89, la crise bancaire dans les pays nordiques en 1991-92, la crise asiatique en 1998), mais l'exemple le plus frappant est le cas japonais depuis une décennie. Ce type de crise implique une contraction du crédit aux secteurs non-financiers de l'économie, et a donc des implications directes pour l'économie réelle. A noter que ce type de crise peut faire surface même dans des économies avec des moyens de financement alternatifs aux banques (marchés boursiers et obligataires). En d'autres termes, ce type de crise est dû à un endettement excessif qui fragilise le système financier ; les crises financières suivent un cycle d'expansion du crédit dû à un choc positif initial qui provoque du surinvestissement et une croissance excessive de l'endettement. Une phase de sous-estimation du risque par les prêteurs et/ou une inflation des prix des actifs injustifié, seront suivis par la déflation et une crise bancaire, dès lors qu'un choc négatif fera éclater la bulle. Pour certains économistes d'inspiration keynésienne ceci est une caractéristique « normale » du cycle économique (Kindleberger : 1978 ; Minsky : 1977).

Les crises dues à une volatilité extrême des prix des actifs financiers, souvent suite à une valorisation excessive générée par un changement radical des anticipations. Ce type de crise est au cœur de nos problématiques car, de nos jours, les acteurs principaux semblent être les investisseurs institutionnels. Ce qui nous intéresse ici ce sont les implications des fluctuations extrêmes des prix pour les autres institutions, financières ou non-financières. Souvent ces fluctuations résultent des comportements moutonniers ou des stratégies mimétiques des investisseurs institutionnels. Les mouvements soudains et violents des prix des actifs ne déclencheront pas nécessairement des crises systémiques. Mais, lorsque d'autres institutions ont pris des positions importantes sur les marchés, à un niveau de prix des titres élevé, le déclin peut provoquer des pertes en capital importantes pour les institutions concernées. Des exemples de ce type de crise incluent le krach de 1997, la crise du SME en 1992, le retournement du marché obligataire en 1994, et la crise mexicaine.

La troisième catégorie de crise est étroitement liée à la deuxième. Cette fois-ci la crise est caractérisée par **un assèchement prolongé de la liquidité des marchés financiers.** Du coup ces mêmes marchés perdent leur capacité à absorber un volume élevé de transactions sans générer une baisse soutenue des prix. Les comportements moutonniers des zinzins sont profondément impliqués dans ce type de crise. La capacité à faire face à ce genre de crise dépend de la maturité des marchés financiers qui leur permet de supporter les phases de volatilités

élevées. Aussi la capacité des structures et des entités de régulation à contrecarrer un effondrement de la liquidité jouera un rôle essentiel (cf. intervention de la FED dans la crise de liquidités suite au choc LTCM).

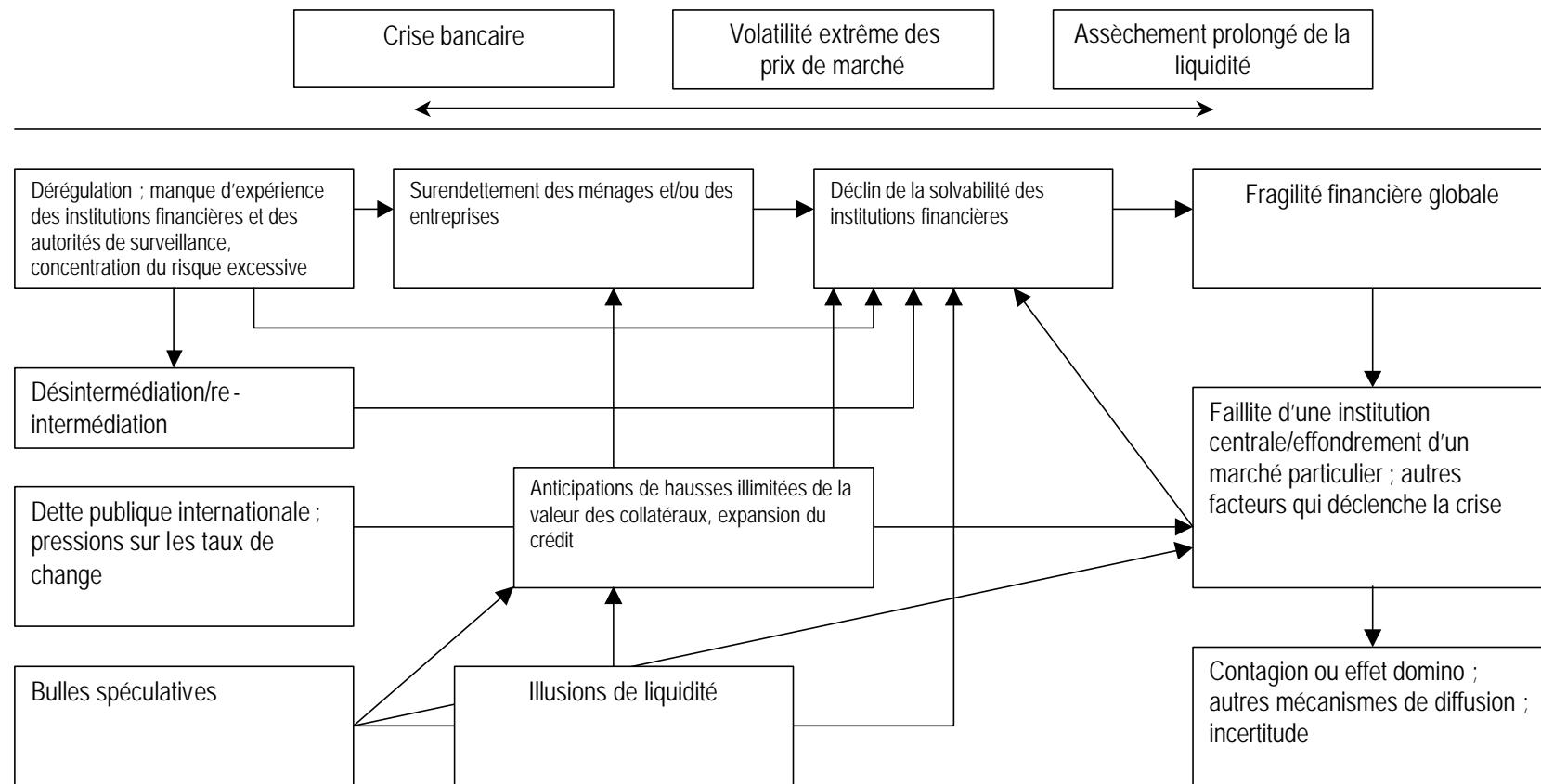
Dans ce dernier cas, les conséquences pour l'économie réelle peuvent être graves ; les risques sont aigus non seulement pour les acteurs qui détiennent des titres du marché financier, mais aussi pour les secteurs les plus dépendants de financements externes, **ce qui inclut aussi les banques, et les investisseurs institutionnels eux-mêmes.**

Historiquement, ce type de crise a plutôt caractérisé des marchés spécifiques et idiosyncrasiques qui attirent des investisseurs et emprunteurs très particuliers, par exemple le marché des « junk bonds ». Cependant, depuis la crise russe de 1999, et le sauvetage public aux Etats-unis du « hedge fund » LTCM (Long-Term Capital Management), ont sait que les conséquences d'un effondrement de la liquidité des marchés peut aussi menacer des marchés plus généraux et essentiels, par exemple les marchés boursiers des obligations d'entreprises et celui des titres de dette publique (Treasury bonds¹.)

Les crises de liquidité des marchés sont les plus graves qu'on puisse distinguer, non seulement en raison des « ruptures » que cela peut entraîner pour l'économie réelle, mais aussi pour la solvabilité des engagements des investisseurs institutionnels envers les ménages.

¹ *Effet de contagion : des investisseurs exposés à des risques d'effondrement d'un marché sont souvent obligés de vendre des titres détenus sur d'autres marchés.*

Graphique 11 – Eléments des crises financières



Source : BIPE

Tableau 27 – Eléments des crises financières 1970-2000

	Thrifts & Savings Crisis (EU, 1979-89)	Krach boursier 1987	Crise bancaire nordique 1990-91	Crise bancaire japonaise 1992	Crise SME 1992	Détournement du marché obligataire 1994	Crise mexicaine 1994	Crise asiatique 1997	Russie et LTCM 1998	La crise « nouvelle économie » 2000- ?
Accumulation excessive de dette	+	+	+	+		+	+	+	+	+
Inflation des prix des actifs	+	+	+	+		+		+	+	+
Concentration du risque	+	+	+	+		+		+	+	+
Changement de régime	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Nouveaux intermédiaires	+	+	+	+				+	+	+
Innovation financière	+	+			+	+			+	+
Politique monétaire restrictive		+	+	+	+	+	+	+	+	
Déclin de la solvabilité	+	+	+	+			+	+	+	+
« Rationnement de crédit »/ assèchement de la liquidité/ « bank runs »		+	+	+				+	+	+
Contagion entre marchés		+				+		+	+	
Transmission internationale		+			+	+	+	+	+	+
Actions des autorités	+	+	+	+			+	+	+	
Impact macroéconomique sévère			+	+	+	+	+	+		?
Défaillances de banques/ effondrement économique				?				?		

Source : BIPE, Davis, 2001

L'éclatement de la bulle de la nouvelle économie depuis mars 2000, et les problèmes du secteur telecom et aussi d'autres secteurs, ont généré une volatilité des prix de marché très élevée. La déflation a provoqué une décroissance des patrimoines financiers des ménages (ce qui peut avoir des effets sur la consommation des ménages). En même temps, ce déclin, qui pénalise la liquidité du marché implique un durcissement des conditions de crédit, et en conséquence l'investissement des entreprises a souffert. Les zinzins ont-ils joué un rôle décisif dans la déflation des marchés boursiers ?

Selon le tableau ci-dessus, la situation contemporaine est très similaire aux crises russe et LTCM ; la crise contemporaine a été précédée par un endettement excessif, une inflation des prix des actifs et une concentration du risque. On a aussi assisté à un changement de régime : accès facilité des ménages aux marchés boursiers ; apparition de nouveaux intermédiaires importants tel que les OPCVM ; et le rôle de l'innovation financière (« brokerages » virtuels et « on-line » accessibles pour les particuliers, titrisation massive des créances hypothécaires). Suite au krach boursier, on a vu la solvabilité des assureurs, des fonds de pension et des banques décliner. En Europe continentale on assiste à une contraction de crédit, pas encore très forte mais qui pourrait bien accélérer. On assiste à une corrélation renforcée entre marchés boursiers au niveau international. Mais il y a aussi des différences décisives avec la crise russe. La transmission de la crise entre les différents marchés financiers (boursiers et obligataires) n'est pas encore là, et la politique monétaire s'est plutôt assouplie en réponse aux développements financiers, surtout aux Etats-Unis.

Il est trop tôt pour porter un jugement définitif sur l'effet macroéconomique de la crise présente. On sait que la croissance des crédits s'est aussi ralentie, que l'investissement s'est affaibli aux Etats-Unis et en Europe, et que l'on a déjà assisté à des phases de récessions légères (Etats-Unis, Allemagne).

B. FACTEURS DE FRAGILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER, CHOCS ET DIFFUSION DES CRISES

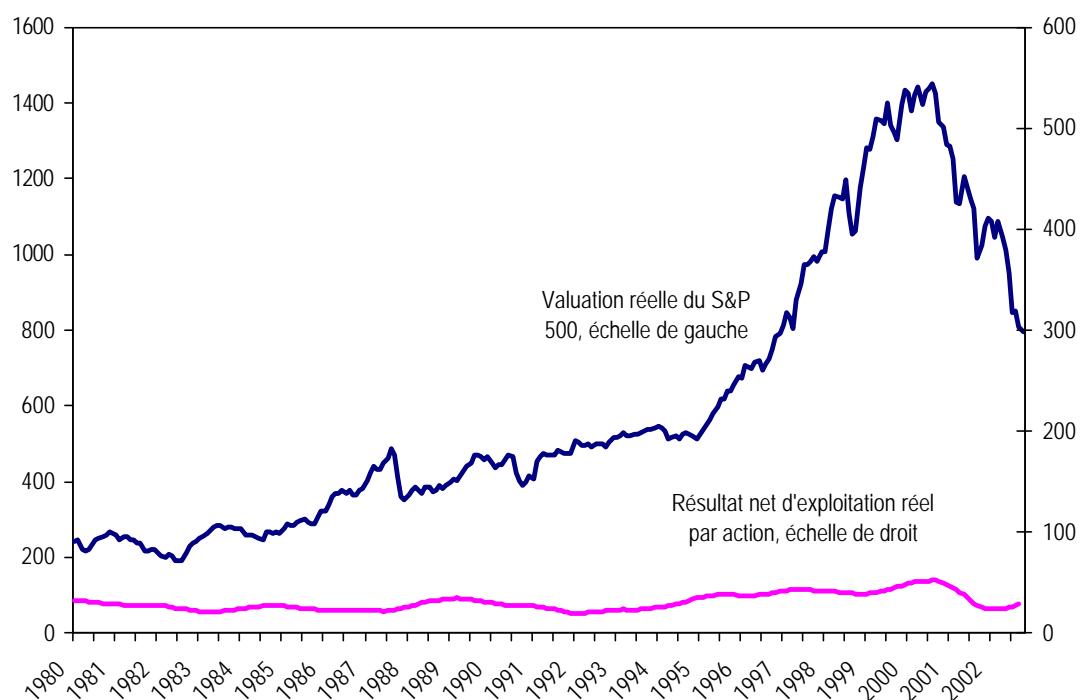
Il est utile de distinguer ici entre les facteurs qui peuvent déclencher des crises et les facteurs de diffusion. Un choc positif initial (par exemple le développement des nouvelles technologies qui dope les anticipations de croissance, pour prendre l'exemple récent) pourrait facilement mener à une accumulation excessive de dette, à une inflation du prix des actifs et à une concentration du risque. Ceci est un mécanisme historiquement très connu et étroitement lié aux bulles précédentes. **L'effet général est d'augmenter la fragilité du système financier**, c'est-à-dire d'augmenter l'exposition du système à un crise potentielle¹.

¹ En conséquence, la plupart des régulations qui concernent le secteur bancaire, les fonds de pension et les assureurs sont prévues pour limiter cette tendance à la fragilité du système financier.

Les changements de régime (dérégulation, régulation), l'émergence de nouveaux intermédiaires, et l'innovation financière sont des facteurs qui peuvent potentiellement renforcer cette fragilité. C'est ici que le rôle des investisseurs institutionnels devient de plus en plus intéressant. D'abord, comme nous allons voir dans la section suivante, même si au niveau macroéconomique les zinzins jouent un rôle d'intermédiaires parfois similaires aux banques, les paramètres de leur comportement et les structures résultantes de leurs portefeuilles d'actifs sont souvent différentes. Ceci est dû à l'environnement concurrentiel différent, mais aussi à des différences de régulations et aux problèmes attachés à la gestion déléguée. En bref, les zinzins ont des stratégies marketing et d'allocations d'actifs plus agressives et moins restreintes. Leur montée en puissance représente aussi un nouveau degré de concentration des capitaux, et partant, du risque.

Le développement des zinzins a contribué à l'inflation des prix des actifs à travers une hausse importante de la demande d'actions, non relayée par une offre en croissance. En soi, cette montée a facilité l'accès aux marchés boursiers des particuliers à revenus modestes (la « démocratisation » de la détention des titres boursiers et du risque) (Heaton et Lucas, 1999 ; Vissing-Jorgensen, 1998). La diffusion de l'intermédiation institutionnelle a augmenté le nombre d'actionnaires potentiels. Potentiellement, l'effet est de générer un excès de liquidité sur les marchés boursiers et d'augmenter la tendance aux comportements moutonniers.

Graphique 12 – Capitalisation du marché de l'indice S&P500 et la performance réelle des entreprises constituant l'indice 1980-2002, dernier point octobre 2002



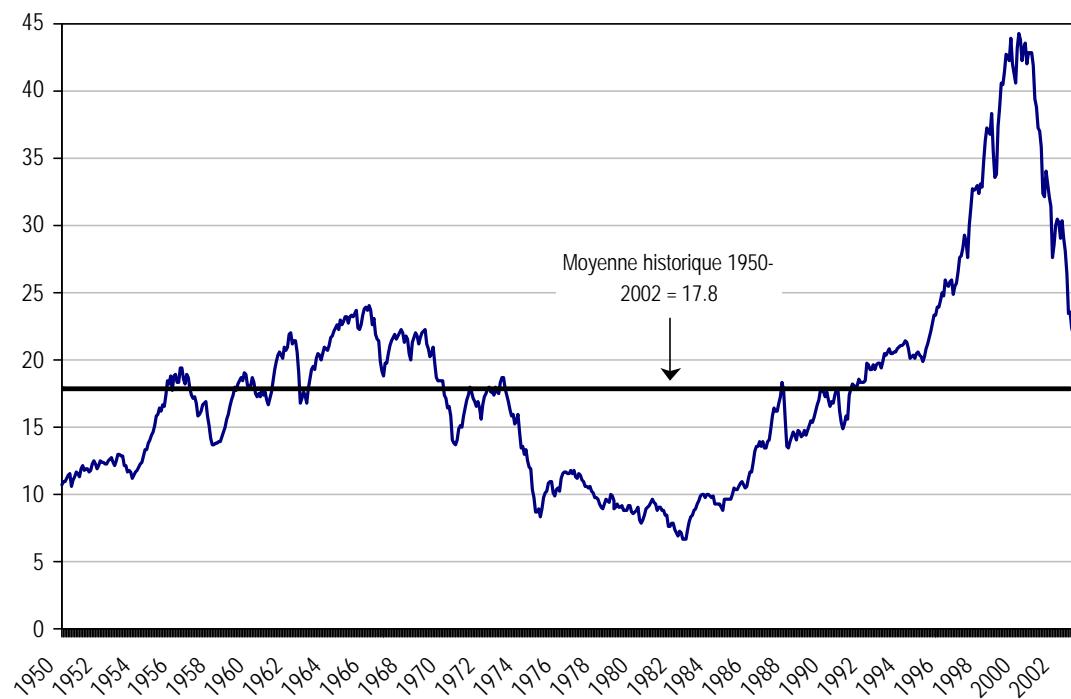
Les tendances contemporaines renforcent cette idée. Le graphique 11 démontre la relation entre la capitalisation réelle¹ du marché boursier aux Etats-Unis, repris par l'indice Standard & Poors 500 et la performance des entreprises constituantes de l'indice en termes de résultat net d'exploitation par action (un indicateur souvent utilisé pour mesurer la performance des entreprises).

Les anticipations de rendement sur des investissements en actions ont stimulé fortement les flux de capitaux vers ces marchés et en conséquence ont gonflé fortement la capitalisation boursière. Sur la période 1995-2001 les ménages américains versaient 3,113 milliards d'USD à des fonds mutuels, fonds de pension et assureurs-vie, soit 92% des acquisitions des actifs financiers sur la période. La plupart de ces ressources financières ont été investies dans les marchés boursiers. Mais le rendement sur les investissements en actions est étroitement lié à la performance des entreprises : la divergence entre les deux indicateurs à partir de 1995 est remarquable. Le dégonflement du marché à partir de 2000 n'est pas moins remarquable, mais on a toutefois du chemin à parcourir pour rétablir la relation historique « normale » entre les deux indicateurs. La divergence est plus visible encore si on regarde la relation entre les prix des actifs et les revenus des entreprises².

¹ La capitalisation ajustée par l'indice des prix à la consommation aux Etats -Unis.

² Le ratio prix/revenu calculé ici est la moyenne de la division de la capitalisation réelle du marché (les prix des actions) par les revenus par action des entreprises; le ratio résultant indique si les actions sont sous- ou sur valorisées par rapport à la moyenne historique.

Graphique 13 – Ratio prix/revenu P/E10¹ de l'indice S&P500, historique 1950-2002, dernier point octobre 2002



Source : BIPE, d'après Schiller, 2000

Suite à la fragilisation du système financier, un choc négatif, soit sur une institution, soit sur un marché particulier, peut déclencher une crise.² Soit les liens directs entre les marchés ou les institutions à travers les bilans financiers déclenchent la faillite des autres institutions financières et marchés. Soit l'effondrement d'une institution d'un marché crée des incertitudes fortes sur la solvabilité des institutions/ marchés concurrents.

¹ Le ratio P/E10 est dérivé du prix courant divisé par les revenus des dix dernières années.

² Les chocs peuvent être de types variés ; dérégulation, guerre, ajustements de la politique fiscale ou monétaire, hausses de prix des matières premières etc.

Chapitre 3

Actifs sous gestion institutionnelle en Europe et aux Etats-Unis

2 INTRODUCTION : UNE ANALYSE DES SPÉCIFICITÉS NATIONALES

Dans ce chapitre nous voulons analyser la structure de l'industrie en Europe et aux Etats-Unis, étant donné la croissance significative du secteur. Ce qui ressort clairement du panorama c'est la grande diversité de l'industrie ; par exemple, en Allemagne, les grandes maisons financières des assureurs qui intègrent des services de gestion d'actifs dominent le marché mais en France, les OPCVM sont les acteurs principaux. Et d'ores et déjà, on peut tirer une indication importante : **puisque l'industrie est diverse, la réglementation du secteur devra tenir compte des spécificités nationales.**

Jusqu'ici, nous avons fait un effort pour maintenir une uniformité des classifications sans approcher les spécificités nationales. A présent nous allons étudier les pays suivants: France, Allemagne, Italie, Royaume Uni, Espagne et Etats-Unis. La disponibilité des statistiques est différente selon les pays analysés. En général, la vue d'ensemble consiste à traiter trois éléments : les actifs totaux sous gestion institutionnelle et leur répartition par types d'investisseurs institutionnels, ce qui détermine à long terme les produits (véhicules d'investissement) qui prévalent sur le marché. Deuxièmement, on a essayé de traiter les sources des capitaux sous gestion : qui sont les détenteurs finaux des capitaux ? La troisième variable analysée est l'allocation des investissements et son évolution dans le temps.

En gros, le panorama met en lumière des tendances communes entre tous les pays sur la période 1990-2001. D'abord, les actifs totaux sous gestion ont crû de façon soutenue tout au long des années 1990. Pour les européens continentaux, l'accélération date de 1997. Aux Etats-Unis et au Royaume Uni, cette accélération débute dès 1994-1995, certainement en raison du rôle plus important joué par la retraite par capitalisation dans les pays anglo-saxons.

Parfois, les données disponibles nous permettent de mener une analyse plus approfondie de certaines des questions évoquées dans la section précédente. Ceci est notamment le cas avec le développement des fonds d'investissement en Allemagne ou la structure de l'industrie des sociétés de gestion et la détention des OPCVM en France par secteur économique. Les données espagnoles nous permettent de réfléchir sur la croissance des produits à taux garantis fournis par les fonds d'investissement. Dans le cas des Etats-Unis, on a consacré une section à l'intermédiation institutionnelle entre les ménages et les marchés boursiers et ses effets sur la croissance du patrimoine financier des ménages.

II. FRANCE

Le secteur des investisseurs institutionnels en France est dominé par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Les SGP sont des gestionnaires d'actifs pour compte de tiers, ce qui inclut tous les formes de gestion sous mandats discrétionnaires.

Les OPCVM sont définis selon la directive européenne de 1985 ; en France, ils se divisent en deux catégories principales selon leur forme légale : les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les fonds commun de placement (FCP) qui possèdent une forme contractuelle et représentent la « copropriété » des titres détenus.

Graphique 14 – France : La structure de la gestion pour compte de tiers

La structure de la gestion pour compte de tiers			
Gestion discrétionnaire individuelle	Gestion collective		
Mandat de gestion institutionnel ou privé	OPCVM		Autres OPC
	à vocation générale - SICAV - FCP "à vocation générale"	à vocation spécifique - FCPE - FCPR, dont FCPI - FCIMT - Fonds de fonds	SCPI FCC Autres fonds (matières premières ...)

Le mandat de gestion est l'expression juridique de la gestion discrétionnaire de portefeuille, pour personnes physiques et/ou morales

OPC : Organisme de Placement Collectif

OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

SCPI : Société Civile de Placement Immobilier

FCC : Fonds Communs de Créances

Source : AGF-ASFFI

Le tableau 7 démontre que fin 2001, les SGP et les gestionnaires d'OPCVM géraient 1,390 milliard d'euros. Entre 1996 et 2001, les encours gérés ont enregistré un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 22.2% par an. L'importance des mandats a crû de façon plus rapide que les actifs sous gestion OPCVM ; ceci résulte principalement de l'externalisation des fonctions de gestion par les assureurs-vie en France.

Tableau 28 – France : Actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français (1996-2001)

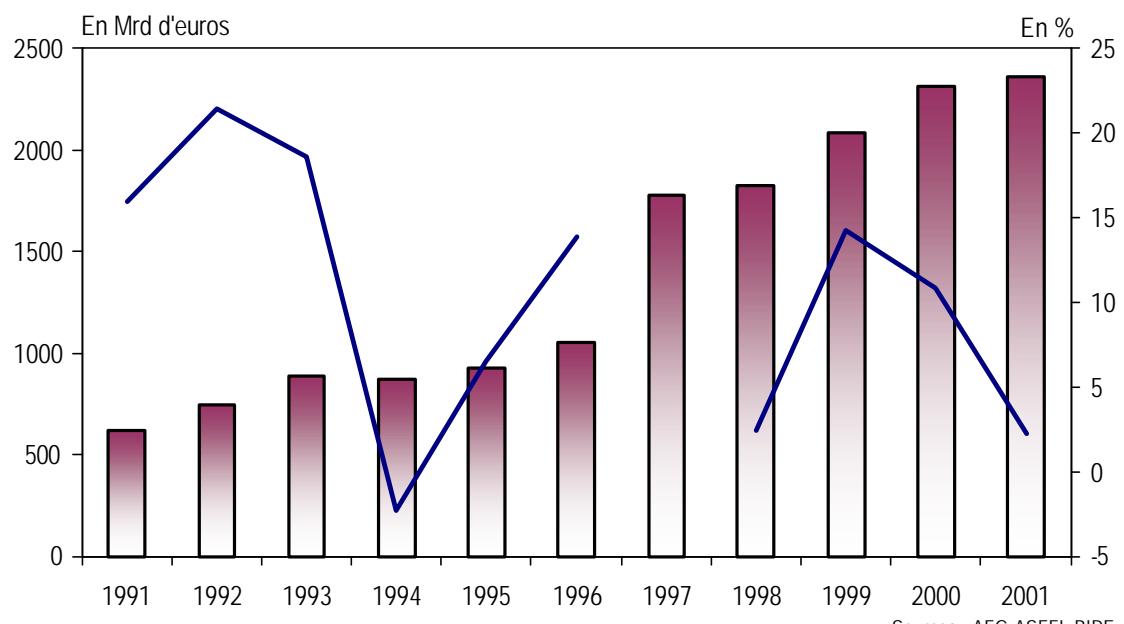
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	TCAM 1996-2001
En milliards d'euros							
OPVCM	446	485	569	740	830	860	14.0%
Mandats	65	328	444	484	520	530	52.2%
Total	511	813	1 013	1 224	1 350	1 390	22.2%
En %							
OPVCM	87.3	59.7	56.2	60.5	61.5	61.9	
Mandats	12.7	40.3	43.8	39.5	38.5	38.1	
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

Source : AFG-ASFFI, calculs BIPE

Selon le tableau 8, les actifs gérés par les trois classes d'investisseurs institutionnels en France ont été multipliés par presque cinq entre 1990-2001. Toutes les catégories ont démontré une croissance mais elle est élevée spécialement pour les mandats discrétionnaires. En 1995, les OPCVM représentaient 44% des capitaux institutionnels ; en 2001, en dépit de sa forte croissance, cette proportion a baissé vers les 36% (voire tableau 8).

Graphique 15 – France : Actifs nets du secteur institutionnel

Actifs nets sous gestion institutionnelle, France 1991-2001, croissance annuelle en pourcent et montant total en milliards d'euros (rupture de la série en 1997)*



**Rupture de série en 1997 ; inclusion des mandats discrétionnaires dans la statistique sur le montant total des actifs sous gestion institutionnelle.*

Notons aussi l'accélération de la croissance durant la période 1999-2000, sans doute générée par la forte attractivité des marchés boursiers (jusqu'en mars 2000). Après cette date, la croissance a ralenti, avec la perspective d'une baisse en 2002.

Tableau 29 – France : Actifs nets gérés répartis par investisseurs institutionnels (1990-2001)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
En milliards d'euros						
Sociétés d'assurance	235.9	465.8	742.9	821.4	878.9	895.0
Gestion pour compte de tiers						
OPCVM	297.1	410.3	572.8	708.3	830.0	865.0
Mandats*			443.8	483.6	525.0	520.0
Fonds pension**		49.5	64.2	70.6	76.0	81.0
Total	533.0	925.6	1823.7	2083.9	2309.9	2361.0
En % du total						
Sociétés d'assurance	44.3	50.3	40.7	39.4	38.0	37.9
Gestion pour compte de tiers						
OPCVM	55.7	44.3	31.4	34.0	35.9	36.6
Mandats*	0.0	0.0	24.3	23.2	22.7	22.0
Fonds pension**	0.0	5.3	3.5	3.4	3.3	3.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

*Mandats discrétionnaires individuels ; ** A l'exclusion des réserves des caisses de retraite par répartition

Sources : AFG-ASFFI, FFSA, COB, estimations BIPE

Le tableau 9 fournit une ventilation des actifs d'OPCVM par catégorie de fonds entre 1990-2001, hors Fonds commun de placement (FCP). Même si les fonds monétaires et obligataires, qui offrent les placements les moins risqués, restent importants dans le total, la croissance des capitaux du secteur est principalement nourrie par les fonds diversifiés et actions.

Tableau 30 – France : Montant d'actifs gérés par catégorie d'OPCVM 1990-2001 (hors FCP)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001	TCAM 91-01
En milliards d'euros							
Diversifiés	8.8	48.8	122.4	160.4	201.7	197	35.4%
Actions	23.3	36.9	91.3	155.1	183.1	169.2	22.1%
Garantis							
Monétaires	146.8	179.3	157.4	180.8	218.2	257.7	4.3%
Obligations	37.5	111.1	132.3	120.5	129.2	138.7	11.1%
Total	216.4	389.7	534.4	649.7	766.1	800.2	12.4%
En % du total							
Diversifiés	4.1	12.5	22.9	24.7	26.3	24.6	
Actions	10.8	9.5	17.1	23.9	23.9	21.1	
Garantis	0.0	3.5	5.8	5.1	4.4	4.7	

Les investisseurs institutionnels et la stabilité financière

Monétaires	67.8	46.0	29.5	27.8	28.5	32.2	
Obligations	17.3	28.5	24.8	18.5	16.9	17.3	
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
Taux de croissance annuelle (en %)		-4.1	17.6	21.6	17.9	4.5	

*TCAM 1993-2001

Source : AFG-ASFFI, calculs BIPE

Il convient de rappeler ici que la croissance des actifs au bilan des fonds diversifiés et actions ne reflète pas seulement les souscriptions nettes à ces fonds, mais aussi la valorisation des actifs. Etant donné l'évolution exceptionnelle des valorisations boursières jusqu'aux premiers mois de 2000, la croissance des actifs totaux a naturellement été gonflée jusqu'à cette date. De façon symétrique, le retournement des tendances boursières depuis mars 2000 a produit un ralentissement fort de la croissance.

Tableau 31 – France : Allocation d'actifs des OPCVM à vocation générale (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001**
Crédits nets des dépôts	12.1	10.1	11.0	9.0	5.2	6.6	6.0
IMM*	21.9	20.0	16.2	14.5	13.4	11.6	15.0
Autres titres de taux	52.8	53.0	49.1	48.1	43.0	41.3	44.4
Actions et valeurs assimilées	13.5	16.2	23.5	29.0	39.4	40.6	33.9
Autres	-0.2	0.7	0.2	-0.6	-1.0	-0.1	0.7
Total	100.0						
Actif net total en mds d'euros	389.4	422	454.1	534.5	652.6	761.1	766.3

* Instruments de marché monétaire ** Septembre 2001

Source : AFG-ASFFI

En ce qui concerne la détention de parts d'OPCVM par secteurs économiques en France, la structure nous donne quelques indications clefs sur les caractéristiques de la demande. A la fin septembre 2001, pour les fonds actions, on observe que les ménages détiennent 41.4% des fonds et les assureurs 23.5%. Etant donné que les parts détenues par les assureurs servent souvent de supports aux contrats d'assurance-vie (principalement en unités de compte) la détention « réelle » directe et indirecte d'OPCVM par les ménages résidents se situe aux alentours de 60% des encours totaux d'OPCVM. Pour les ménages, la détention de fonds adossés au marché monétaire, qui ont un fort aspect sécuritaire, est moins prononcée que pour les assureurs ; au contraire, les entreprises non-financières et les OPCVM eux-mêmes sont les détenteurs principaux de ces fonds, ce qui s'explique par leurs opérations de trésorerie.

Tableau 32 – France : Détection des OPCVM à vocation générale (en %)

Echantillon représentatif à 81%, sur un montant d'actifs nets français de 769 milliards d'euros à fin septembre 2001



	Monétaires	Obligations	Actions	Diversifiés	Garantis	Autres	Total France	Etrangers	Total général
Ménages	13.5	31.9	41.4	20.3	64.1	8.6	22.6	23.5	22.2
Entreprises	32.8	4.7	6.0	5.3	7.6	11.3	15.2	10.0	14.8
Adm. publiques	3.4	2.2	0.7	0.5	2.5	4.6	2.5	0.6	2.4
Associations	8.8	3.4	4.2	4.9	4.0	2.4	5.3	1.8	5.1

Etablissements de crédit	3.8	2.2	1.7	5.0	1.1	11.5	4.9	24.1	5.3
Assureurs	18.3	36.0	23.5	47.7	17.8	44.6	31.5	18.2	30.6
OPCVM	17.5	17.7	20.2	13.6	1.4	12.6	15.6	14.7	16.9
Non-résidents	2.0	1.8	2.2	2.7	1.4	4.3	2.5	7.1	2.6
Total	100.0								
Total en Mrd€	192.4	76.2	94.9	109.1	27.6	118.8	619	17	646

Source : AFG-ASFFI

III. ALLEMAGNE

En contraste avec la France, le contexte institutionnel en Allemagne est toujours dominé par les grandes maisons d'assurance, notamment en termes de proportion des actifs gérés, même si d'autres intermédiaires financiers, y compris les OPCVM, ont progressé dans la deuxième moitié des années 1990. Le tableau 12 illustre la croissance des encours sous gestion institutionnelle tels que nous les fournissent les comptes nationaux. Les 1984.3 Mrd d'euros rapportés fin 2001, sont probablement une sous-estimation, puisque l'on manque d'informations détaillées sur les mandats individuels.

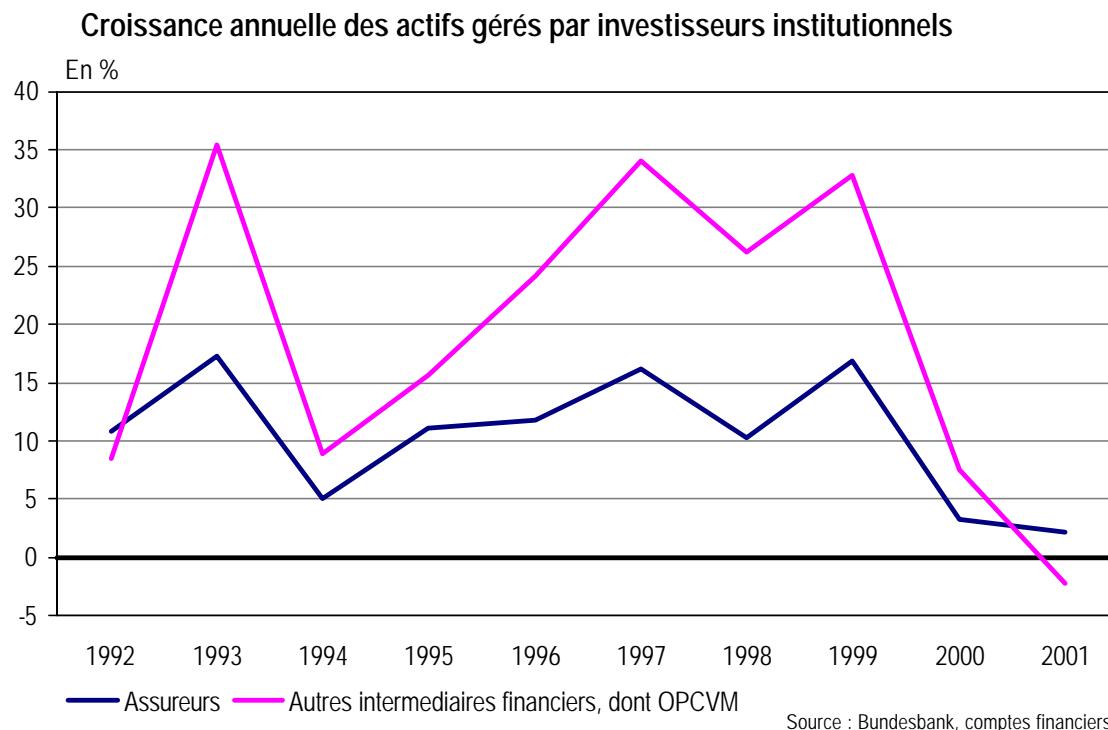
Tableau 33 – Allemagne : Actifs gérés par investisseurs institutionnels 1991-2001
(en milliards d'euros)

	1991	1995	1998	1999	2000	2001	TCAM 91-01
Assureurs	444.3	673.6	963.8	1126.5	1162.8	1187.3	10.3%
Autres intermédiaires financiers, y compris les OPCVM	146.4	270.8	568.8	755.8	812.2	794.0	18.4%
Total	590.7	944.4	1532.6	1882.3	1975	1981.3	12.9%

Source : Deutsche Bundesbank, comptes financiers

On retrouve ici la même tendance à la stagnation de la croissance des encours en 2000-2001, largement due au retournement boursier. Dans ce domaine, les assureurs n'ont pas souffert de la dé-collecte autant que les autres intermédiaires financiers, car ils bénéficient toujours de la confiance des ménages allemands avec lesquels ils ont historiquement établi une relation de confiance dans le cadre contractuel de l'assurance vie.

Graphique 16 – Allemagne : l'évolution des actifs sous gestion institutionnelle



Si on regarde l'évolution des placements des investisseurs institutionnels, qui est un reflet de l'évolution des stratégies de placement, on note d'abord le poids croissant des actions dans les portefeuilles : 12.5% pour l'ensemble en 1991 à 31.5% en 2001 (soit déjà un déclin après les 34.5% enregistrés en 2000).

Tableau 34 – Allemagne : Répartition des actifs des investisseurs institutionnels en, par types d'actifs (en %) 1991-2001

	1991	1995	1998	1999	2000	2001
Total actifs						
Dépôts bancaires	30.3	29.4	24.2	21.3	21.8	23.0
IMM	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Obligations	29.8	28.8	25.2	21.4	20.6	22.1
Parts en fonds d'investissement	7.3	9.0	12.6	14.0	14.4	13.9
Actions	12.5	17.5	27.7	34.5	34.5	31.5
Prêts	15.5	11.6	7.6	6.3	6.1	6.6
Autres	4.4	3.7	2.7	2.5	2.6	2.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total en Mrd€	590.7	944.3	1532.5	1882.2	1975.1	1981.3
Assureurs						
Dépôts bancaires	37.0	38.1	34.0	32.1	32.8	33.6

Les investisseurs institutionnels et la stabilité financière

Obligations	17.9	16.4	12.2	8.7	7.4	7.7
Parts en fonds d'investissement	9.7	12.6	20.1	23.2	24.0	22.7
Actions	9.1	11.8	17.9	22.2	21.7	21.0
Prêts	20.5	15.9	11.5	9.6	9.8	10.4
Autres	5.8	5.3	4.4	4.2	4.4	4.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total en Mrd€	444.3	673.6	963.7	1126.5	1162.9	1187.3
Autres intermédiaires financiers dont OPCVM						
Dépôts bancaires	10.0	7.8	7.5	5.3	6.1	7.2
IMM	0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Obligations	65.8	59.7	47.2	40.3	39.4	43.7
Parts en fonds d'investissement	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.7
Actions	23.1	31.5	44.2	52.9	52.9	47.3
Prêts	0.5	1.0	0.9	1.2	0.9	1.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total en Mrd€	146.4	270.7	568.8	755.7	812.2	794.0

Source : Bundesbank comptes financiers, calculs BIPE

Mais même si les autres intermédiaires financiers ont accru leur part de placement en actions, la proportion d'actions dans les portefeuilles des assureurs a aussi plus que doublé. Au total, d'une structure de portefeuille où les obligations et les dépôts bancaires dominaient, on s'est tourné vers une situation où les actions, et partant les tendances boursières, pèsent davantage sur l'évolution des encours et des rendements.

Dans le cas de l'Allemagne, il est difficile de défendre l'argument qu'au niveau macroéconomique, la croissance de l'intermédiation institutionnelle a conduit à une diminution du risque. Au contraire, la croissance des capitaux sous gestion institutionnelle, conjuguée avec l'évolution des stratégies de placement, a accentué l'exposition au risque de marché des encours totaux des zinzins. En même temps, les marchés boursiers sont aussi plus exposés à un retournement des stratégies de placement des zinzins...

Le tableau 14 illustre le développement des fonds d'investissement en Allemagne depuis 1998,
(fonds publics autant que les « Spezialfonds », fonds qui sont ouverts principalement à d'autres institutions.)



Tableau 35 – Allemagne : Actifs des fonds d'investissement en 1998-2001*

	1998	1999	2000	2001
En millions d'euros				
Fonds action	87 085.4	175 981.8	212 593.2	173 279.1
Fonds obligataires	122 317.5	112 347.2	105 742.3	111 122.0

Les investisseurs institutionnels et la stabilité financière

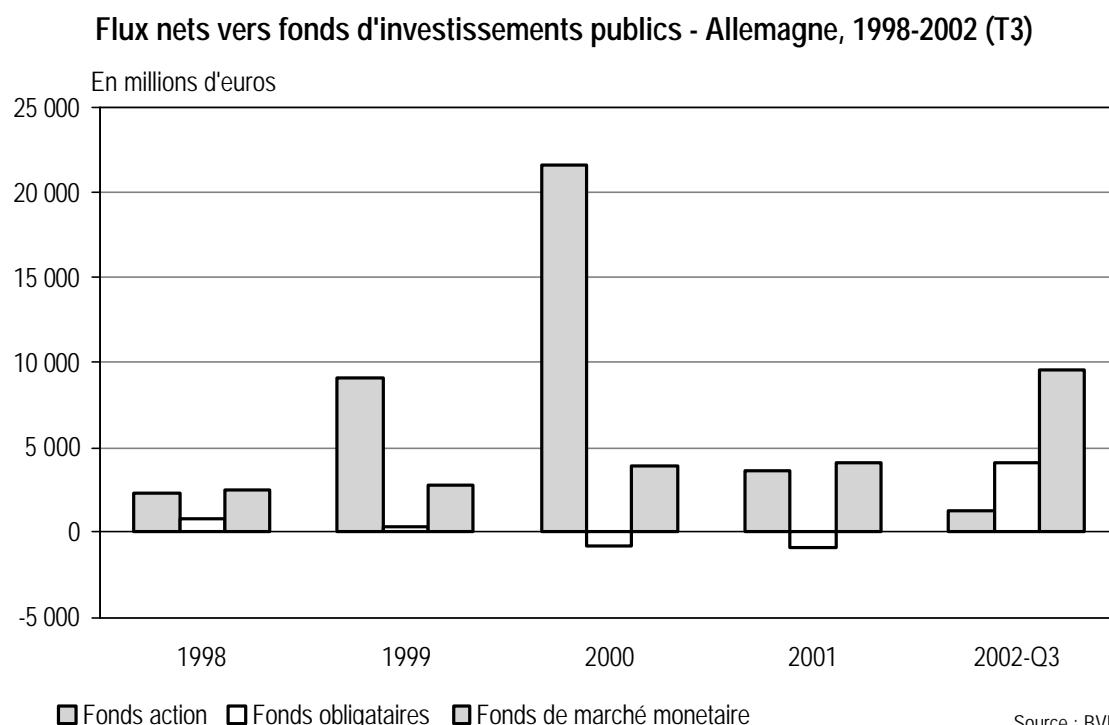
Fonds diversifiés	8 123.7	14 835.1	19 859.2	22 108.7
Autres		3 524.2	3 469.9	2162.099
Marché monétaire	27 292.5	33 354.8	31 240.9	50 413.5
Total fonds de titres mobiliers, marché monétaire et autre	244 819.1	340 043.1	372 905.5	359 085.4
"AS-Fonds"	413.3	1576.2	2805.3	2522.4
Fonds immobilier publics	43 137.4	50 402.4	47 919.4	55 868.4
Total fonds publics	288 369.8	392 021.7	423 630.2	417 476.3
"Spezialfonds"	369 209.5	474 100.6	508 412.4	501 119.0
Total	657 579.3	866 122.3	932 042.6	918 595.3
En %				
Fonds actions	13.2	20.3	22.8	18.9
Fonds obligataires	18.6	13.0	11.3	12.1
Fonds diversifiés et autres	1.2	1.7	2.1	2.4
Autres	0.0	0.4	0.4	0.2
Marché monétaire	4.2	3.9	3.4	5.5
Total fonds de titres mobiliers, marché monétaire et autre	37.2	39.3	40.0	39.1
"AS-Fonds"	0.1	0.2	0.3	0.3
Fonds immobilier publics	6.6	5.8	5.1	6.1
Total fonds publics	43.9	45.3	45.5	45.4
"Spezialfonds"	56.1	54.7	54.5	54.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

*L'encours total est différent de l'encours rapporté par la Bundesbank en raison d'un découpage sectoriel différent: les données BVI incluent les fonds d'investissement étrangers opérant en Allemagne

Source : BVI

Ce qu'on note ici, c'est la montée des fonds d'actions dans l'ensemble des fonds d'investissement, surtout entre 1998 et 1999, et son déclin relatif en termes d'encours. Le déclin peut s'attribuer entièrement au retournement boursier ; les flux nets vers ces fonds sont en effet toujours restés positifs. Mais comme l'illustre le graphique 3, la répartition des flux entre les différentes catégories de fonds ouverts au public a fortement changé. En réponse aux développements positifs de la bourse, entre 1998-1999, les fonds d'actions ont récupéré un flux record en 2000, de 21.6 Mrd d'euros, équivalent à 57.9% des flux totaux vers des fonds d'investissement en Allemagne (les « Spezialfonds » inclus). Le retournement de ces flux en 2001 et jusqu'au troisième trimestre de 2002 n'est pas moins spectaculaire. Au contraire, les fonds qui offrent un certain degré de sécurité de rendement, les fonds obligataires et les fonds du marché monétaire ont effectué un retour en force.

Graphique 17 – Allemagne : Développement des flux nets vers les fonds d'investissement publics 1998-2001



Cette réorientation des flux est principalement due à un changement des préférences des ménages et des assureurs qui ensemble détiennent 72.3% des parts (c'est-à-dire que les ménages détiennent presque trois quarts des parts de fonds d'investissement, directement ou indirectement via des assureurs).

L'implication de la réorientation des flux pour les marchés financiers passe par le changement dans la structure des placements des fonds d'investissement. Après avoir été acheteurs importants d'actions ils sont maintenant orientés vers le

marché obligataire (titres de dette publique à long terme principalement) et le marché monétaire (titres de dette à maturité de moins d'un an principalement).

Les développements en Allemagne illustrent un risque particulier de l'intermédiation institutionnelle, qui est principalement attaché aux fonds d'investissement. Les parts en fonds d'investissement publics sont en principe remboursables à leur valeur courante sans préavis. Si les ménages et les autres détenteurs des parts perdent confiance dans cette forme d'intermédiation, les fonds sont obligés de vendre les titres sous-jacents immédiatement pour rembourser les souscripteurs. Combinés avec la concentration des capitaux et l'importance générale qui est attachée aux comportements des fonds d'investissement par les autres acteurs des marchés financiers, cela accroît la volatilité financière. Et, à la marge, le rôle des OPCVM et autres sociétés de gestion de portefeuille comme gestionnaires pour d'autres investisseurs institutionnels, à savoir les fonds de pension et les assureurs, peut démultiplier l'effet, dans les cas d'une perte de confiance. Comme nous allons voir dans la section sur les Etats-Unis, ce risque plus élevé est dû au rôle important des OPCVM dans la gestion de l'épargne retraite.

Tableau 36 - Allemagne : Détenzione directe de parts en fonds d'investissement en, par secteur économique, 1991-2001 (en %)

	1991	1995	1998	1999	2000	2001
Secteurs non-financiers	64.0	63.9	55.7	53.6	53.7	55.1
Ménages	51.7	52.6	43.5	41.7	42.8	44.4
Entreprises non-financiers	9.3	9.7	10.9	10.2	9.5	9.1
Adm. Publiques	3.0	1.5	1.4	1.7	1.5	1.5
Secteurs financiers	33.5	33.9	43.8	45.3	44.2	42.7
Etablissements de crédit	6.8	10.5	14.7	14.9	14.5	14.2
Assureurs	26.8	23.4	29.1	30.2	29.2	27.9
Autres intermédiaires financiers	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	0.6
RdM	2.5	2.2	0.5	1.0	2.1	2.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Bundesbank comptes financiers, calculs BIPE

IV. ESPAGNE

Le secteur des investisseurs institutionnels en Espagne est dominé par les « Institution de Inversion Colectiva » (IIC), les assureurs et les fonds de pension jouant un rôle réduit.

Les IIC sont divisés en deux catégories principales selon leur forme légale :

- les « Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversion Colectiva » (SGIIC) qui comprennent les **sociétés de placement**, de capital variable et fixe (SIMCAV et SIM)
- les **fonds d'investissement mobilier** (FIM) au capital fixe avec une forme contractuelle qui représente la « co-propriété » des titres détenus. En outre, à côté des fonds d'investissement nous trouvons aussi les fonds du marché monétaire (FIAMM).

Tableau 37 - Espagne : Actifs sous gestion institutionnelle, 1995-2001
(en millions d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Assureurs	57 123	71 551	85 962	111 403	122 788	138 359	149 711
IICs	75 791	115 564	167 136	210 745	219 298	198 214	200 647
FIM/FIAMM	73 282	112 362	162 319	203 616	206 139	182 774	181 301
SIM	1 935	2 258	2 695	2 151	3 327	2 778	2 491
SIMCAV	574	944	2 122	4 978	9 832	12 661	16 855
Fonds pension	12 822	17 441	21 910	27 161	31 600	37 860	43 829
Mandates discrétionnaires	2 000	2 000	3 000	4 000	5 000	Nd	nd
Total	134 914	189 114	256 098	326 148	347 086	336 573	350 357

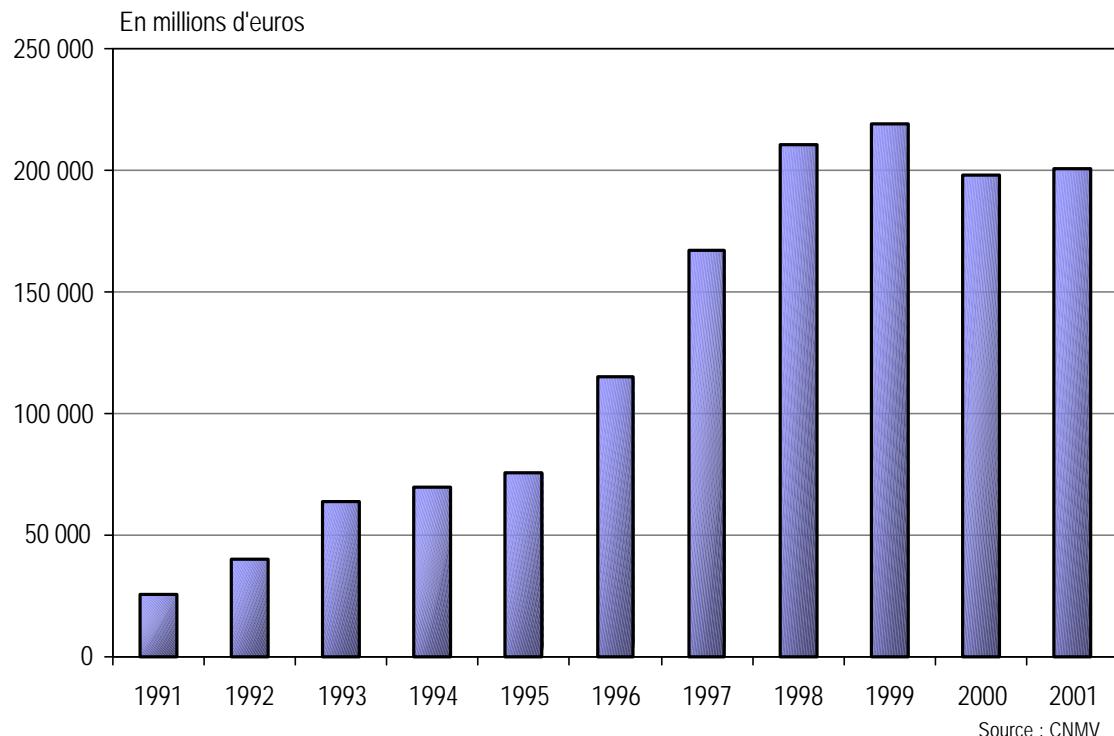
Sources : Banco de Espana, comptes financiers, Direccion General de Seguros y Fondos Pensiones (DGSFP), Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Inverco et estimations BIPE

Au total, les actifs sous gestion institutionnelle ont connu une croissance forte entre 1995 et 2001. Une nouvelle fois, ceci est principalement dû à la croissance des établissements d'investissements collectifs mobiliers qui ont presque triplé leur encours gérés. En outre, les IICs ont connu une phase de croissance accélérée depuis 1997, avant de ralentir en 2000-2001. Les fonds de pension et les assureurs ont aussi augmenté fortement leur encours, menant au total à un TCAM de 30% pour les actifs gérés.



Parmi les fonds mutuels, les SIMCAV, les équivalents des SICAV françaises, ne dominent pas le marché d'épargne et investissement comme en France. Ce sont plutôt les **fonds d'investissement à capital fixe qui ont attiré les flux**.

Graphique 18 – Espagne : Actifs sous gestion par IIC, 1991-2001



En regardant la répartition des fonds d'investissement mutuels (FIM) on note aussi des différences avec l'Allemagne et la France : les fonds à support actions nationales jouent un rôle bien réduit autour de 3% pour la période 1995-2001, sans doute en raison de la taille réduite du marché boursier domestique. Par contre le poids des FIM à support actions internationales est plus important, autour de 11% en 2001, en baisse par rapport aux 15% des encours totaux représentés en 2000. Cela s'explique à nouveau par le retournement des marchés boursiers.

Par contre, les fonds à rendements garantis ou avec d'autres types de protection du capital (« capital loss hedge ») et les fonds monétaires sont plus développés en Espagne qu'en Allemagne ou en France. Sur la période 1997-2001 les fonds garantis occupent autour de 23% des encours totaux avec les FIAMM à 22%, soit ensemble quasiment la moitié des encours.

Un point sur les fonds à taux garanti

Sans doute, cette spécificité de la structure des encours des fonds d'investissement en Espagne est le reflet d'une culture actionnariale assez peu développée et d'une préférence pour la sécurité.

Le développement des fonds garantis n'assure pas entièrement que les investissements sous-jacents soient moins risqués. En fait, les encours gérés des produits d'investissement à rendements garantis, sont investis plus ou moins de

la même façon que les fonds sans garanties, à la différence qu'ils utilisent plus de techniques financières avancées pour assurer le rendement, tel que le « hedging » etc. En fait les fonds garantis ont été utilisés comme des arguments commerciaux pour attirer des épargnantes sceptiques.

Le point important, c'est que la performance des produits à taux garantis doit être testée dans un environnement boursier baissier. Il est possible que les gestionnaires de ces produits soient obligés de mettre en place des opérations de plus en plus risquées pour satisfaire leurs engagements. Mais, dans l'environnement baissier actuel, l'industrie des fonds d'investissement est plus tentée de vendre des produits de ce type afin de soutenir la collecte des fonds.

Tableau 38 – Espagne : Répartition des actifs gérés par fonds d'investissement (FIM et FIAMM, soit 90% des encours des IIC), par type de fonds (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
FIM nationaux	28.7	51.3	88.7	127.2	123.4	104.5	100.0
Fonds marché monétaire	9.7	15.2	20.4	22.2	19.3	14.6	19.7
Fonds obligataires et titres de dette	15.0	23.6	32.6	42.8	38.2	28.4	22.9
Fonds diversifiés	1.6	2.7	7.0	11.5	13.9	12.8	10.1
Fonds action	0.6	1.4	3.8	6.4	7.0	5.9	5.0
Fonds à rendement garanti ou avec « capital loss hedge »	1.7	8.5	25.0	44.3	45.0	42.7	42.3
FIM internationaux	3.0	4.6	13.2	26.5	40.7	45.5	34.0
Fonds action	0.9	1.6	5.6	11.0	21.7	27.3	19.6
Fonds diversifiés	1.0	1.9	6.1	13.9	17.3	16.0	12.6
Fonds obligataires et marché monétaire	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7	2.2	1.8
<i>Subtotal</i>	<i>31.8</i>	<i>55.9</i>	<i>101.9</i>	<i>153.7</i>	<i>164.2</i>	<i>149.9</i>	<i>134.0</i>
Fonds de marché monétaire FIAMM	41.6	56.5	60.5	50.1	42.2	33.1	43.8
Total	73.3	112.4	162.3	203.6	206.2	182.8	177.8*

NB. L'encours total est différent de tableau 16 avec un écart d'environ 3 Mrd d'euros

Source : Inverco



Il y a un problème particulier pour la régulation qui se cache derrière cette problématique ; **pour les ménages, la souscription de fonds à taux garantis rapproche en termes de sécurité les fonds d'investissement de dépôts bancaires rémunérés**. Ceci soulève des problèmes de régulation de la solvabilité des fonds d'investissement, notamment les problématiques de provisions de ressources financières pour couvrir les engagements, et de régulation des allocations de portefeuille entre différents actifs.

Tableau 39 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en milliards d'euros)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dépôts bancaires	10.5	13.0	15.8	22.2	25.6	25.0	29.0	26.5
IMM	2.0	2.8	2.5	2.4	2.0	5.3	2.7	4.5
Obligations	28.2	37.4	46.1	53.4	65.2	64.4	71.8	86.4
Prêts	2.4	2.0	1.8	1.7	2.1	2.6	3.6	6.3
Actions et autres participations	6.2	6.7	11.2	17.4	32.1	44.6	55.6	55.5
Actions cotées	3.0	3.1	5.3	9.1	16.6	20.4	20.9	23.8
Actions non-cotées	1.8	2.1	3.9	5.6	11.0	14.4	16.6	14.1
Parts en fonds d'investissement	1.5	1.6	2.0	2.8	4.5	9.8	18.2	17.6
Autres	6.7	8.0	11.6	10.9	11.6	12.5	13.5	14.3
Actifs totales	56.0	69.9	89.0	107.9	138.6	154.4	176.2	193.5

Source : Institute of National Statistics, comptes nationaux

Tableau 40 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dépôts bancaires	18.7	18.6	17.7	20.6	18.4	16.2	16.5	13.7
IMM	3.6	4.1	2.8	2.2	1.5	3.4	1.5	2.3
Obligations	50.3	53.4	51.8	49.5	47.1	41.7	40.7	44.6
Prêts	4.2	2.8	2.0	1.6	1.5	1.7	2.0	3.3
Actions et autres participations	11.1	9.6	12.5	16.2	23.2	28.9	31.6	28.7
Actions cotées	5.3	4.4	5.9	8.4	12.0	13.2	11.8	12.3
Actions non-cotées	3.1	3.0	4.4	5.2	8.0	9.3	9.4	7.3
Parts en fonds d'investissement	2.6	2.2	2.3	2.6	3.2	6.4	10.3	9.1
Autres	12.0	11.4	13.0	10.1	8.4	8.1	7.7	7.4
Actifs totales	100.0							

Source : Institute of National Statistics, comptes nationaux

V. ROYAUME UNI

Les tableaux 20-21 reprennent les actifs sous gestion institutionnelle au Royaume Uni entre 1990 et 2000. On note tout d'abord la forte croissance sur la période. Entre 1990 et 2000 le total des actifs sous gestion institutionnelle a augmenté de 226%, ce qui implique un taux de croissance annuelle moyen de 12.5%. En général, ce sont les assureurs et les « unit trusts » qui sont les catégories de zinzins en plus forte croissance. Les fonds de pension par contre, n'ont pas pu accroître leur part de marché, ce qui probablement est une conséquence de la maturité du marché au Royaume Uni.

Tableau 41 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000
(en milliards de GBP)

	1990	1995	1997	1998	1999	2000	TCAM 90-00
Assureurs	268.2	557.3	763.2	871.4	1019.1	1014.1	14.2%
Fonds d'investissement	19.1	43.4	52.4	46.7	56.5	60.4	12.2%
Fonds de pension	306.5	513.0	665.0	706.6	820.9	776.2	9.7%
« Unit trusts »	46.1	111.3	151.2	172.1	221.9	235.5	17.7%
Actifs totaux	639.9	1225.0	1631.8	1796.9	2118.4	2086.3	12.5%

Source : Office of National Statistics

En général, il y a deux explications pour la croissance rapide des encours sous gestion. D'abord, une croissance du nombre de clients et des flux d'épargne placés, mais aussi l'inflation du prix des actifs. En effet, entre 1995 et 2000, l'indice FTSE100 a crû de plus de 100%.

Tableau 42 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000 (en %)

	1990	1995	1997	1998	1999	2000
Assureurs	41.9	45.5	46.8	48.5	48.1	48.6
Fonds d'investissement	3.0	3.5	3.2	2.6	2.7	2.9
Fonds de pension	47.9	41.9	40.8	39.3	38.8	37.2
« Unit trusts »	7.2	9.1	9.3	9.6	10.5	11.3
Actifs totaux	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Office of National Statistics

VI. ITALIE

Pour l'Italie, on note la même tendance. Entre 1994 et 2001, les actifs sous gestion ont augmenté de 29.8% par an (sous réserve des ruptures dans les séries statistiques). La période démontre surtout une forte croissance des fonds mutuels

et de l'assurance vie. De façon similaire aux autres pays étudiés, les encours ont commencé à décliner en 2001, surtout pour les fonds mutuels. Là encore la baisse des marchés boursiers est en partie responsable *via* les revalorisations négatives des encours, mais de plus les ménages italiens ont réagi très fortement à cette baisse avec des ventes nettes des parts en fonds mutuels en 2001. Ces ventes nettes de parts ont obligé les fonds d'investissement à sortir du marché pour rembourser leurs souscripteurs.

Tableau 43 – Italie : Actifs sous gestion institutionnelle en Italie 1994-2001
(en milliards d'euros)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Fonds mutuels et SICAV	69.6	69.1	109.0	202.8	395.6	538.9	525.6	481.8
Fonds mutuels italiens	67.2	65.5	101.7	189.7	371.7	474.6	453.2	411.0
SICAV italiens		0.08	0.3	0.54	0.62	0.73	0.75	0.6
SICAF italiens					0.46	1.4	1.3	1.2
Autres	2.4	3.5	7.0	12.6	22.8	62.2	70.3	69
Actifs sous gestion nets des fonds d'investissement et SICAV			130	159	187.5	192.6	210	224.3
Banques	68.7	70	96.8	134.5	191.5	222.4	213.7	183.8
"Societa di intermediazione mobiliare"	15	19.6	27.2	59.4	89	48.1	41.2	39.8
Sociétés d'investissement	9.7	9.7	10.6	n/d	n/d	91.3	143.2	188.1
Asset management total	93.5	99.4	134.6	193.9	280.5	361.9	398.0	411.7
Assurance-vie	45	56.3	67.6	85.2	106.1	134.9	207.6	232.9
Fonds pension	49.1	52.2	51.1	53.8	56.3	57.7	60.3	77.2
Total	163.7	177.6	357.7	500.8	745.5	924.1	1003.5	1016.2

Sources : Assogestioni, Banca di Italia

VII. ETATS-UNIS

Pour les Etats-Unis, les tableaux 23-24 reprennent le total des actifs sous gestion institutionnelle. Les actifs ont pratiquement triplé de 1990 à 2001, ce qui implique un taux de croissance annuel moyen de 10.8%. En termes de poids respectifs, les assureurs-vie et les fonds de pension (privés et publics) ont longtemps dominé le marché, mais au cours des années 1990, les fonds mutuels ou fonds d'investissement ouverts au grand public ont gagné des parts de marchés.

Tableau 44 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en milliards d'USD)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Assurance-vie	1351.4	2063.6	2769.5	3067.9	3135.7	3224.6
Autres assureurs	533.5	740.3	876.4	875.1	866.1	863

Les investisseurs institutionnels et la stabilité financière

Fonds pension privés	1634.5	2923.4	4177.8	4630.4	4515.4	4171.7
Fonds pension publics	800.6	1303.3	2054.1	2226.8	2289.6	2179.6
Fonds du marché monétaire	493.3	741.3	1329.7	1578.8	1812.1	2240.7
Fonds mutuels d'investissement	608.4	1852.8	3613.1	4538.5	4434.6	4135.5
Fonds d'investissement de capital fixe	52.9	134.3	151	151	142	133.8
Total	5474.6	9759	14971.6	17068.5	17195.5	16948.9

Source : Federal Reserve Board

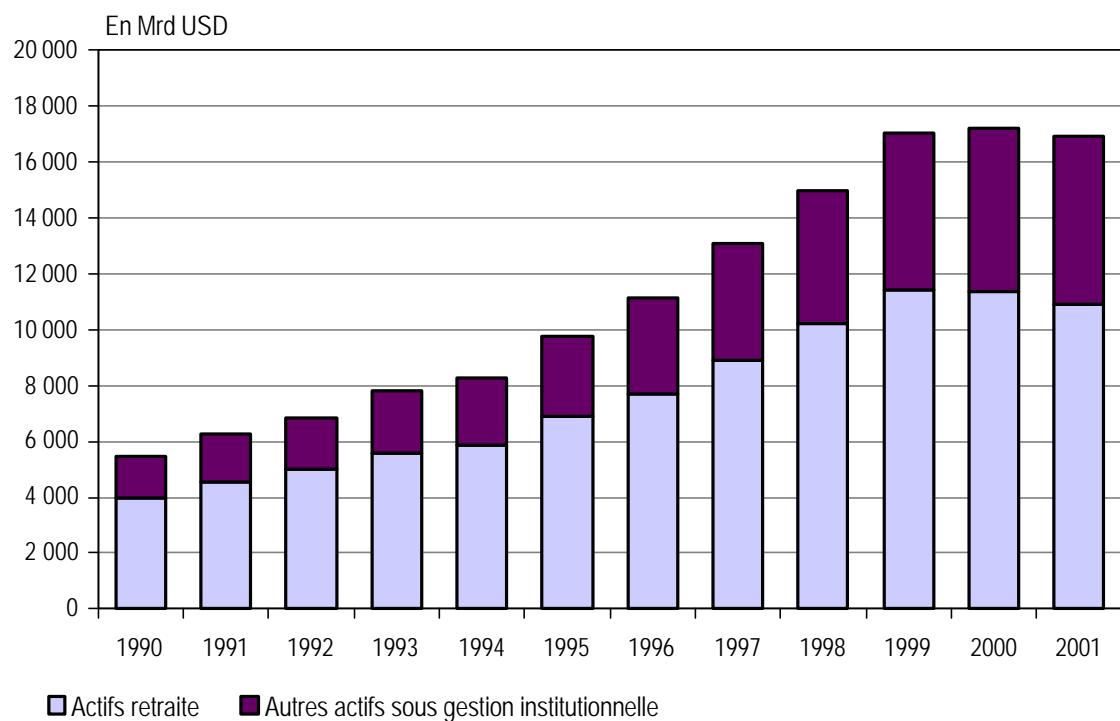
Tableau 45 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en %)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Assurance-vie	24.7	21.1	18.5	18.0	18.2	19.0
Autres assureurs	9.7	7.6	5.9	5.1	5.0	5.1
Fonds pension privés	29.9	30.0	27.9	27.1	26.3	24.6
Fonds pension publics	14.6	13.4	13.7	13.0	13.3	12.9
Fonds de marché monétaire	9.0	7.6	8.9	9.2	10.5	13.2
Fonds mutuels d'investissement	11.1	19.0	24.1	26.6	25.8	24.4
Fonds d'investissement de capital fixe	1.0	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Federal Reserve Board

Le profil de la croissance des fonds sous gestion institutionnelle est très similaire aux autres pays, mis à part que l'accélération est venue plus tôt qu'en Europe. Ceci est certainement dû au développement plus fort du marché de l'épargne retraite. Depuis 2000, la croissance a plafonné et 2001 enregistre un léger déclin comme dans les autres pays. Ce sont les actifs financiers dédiés à la retraite qui ont décliné ; les autres actifs institutionnels ont continué à croître, malgré le retournement boursier.

Graphique 19 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle : actifs retraite et autres, en milliards d'USD



Sources : Federal Reserve Board, Flow of Funds, ICI

Concernant les placements des investisseurs institutionnels on voit aussi que la structure s'est modifiée au cours des années 1990 ; au total, les actions cotées ont quasi-doublé leur part dans le portefeuille de 23.8% en 1990 à 41.5% en 2001.

Tableau 46 - Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en milliards d'USD)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Dépôts étrangers	26.7	19.7	30.6	42.9	91.1	124.2
Monnaie et dépôts transférables	30.9	15.6	24.1	23.4	27.1	70.1
Autres dépôts	140.0	163.4	276.7	306.8	291.1	371.9
Parts en fonds marché monétaire	35.9	60.3	173.8	208.9	221.9	254.3
Options de rachat	131.0	229.1	319.4	317.7	402.0	407.7
Titres de marché de crédit	3120.2	4630.0	5803.0	6159.6	6456.0	6968.9
“Open market paper”	316.7	387.1	630.3	753.5	866.7	855.8
Obligations fédérales EU	1032.9	1667.2	1758.5	1809.3	1844.2	2096.0
Obligations municipales	360.4	572.0	727.2	742.4	748.4	801.4
Obligations entreprise et étrangères	1032.8	1667.3	2334.3	2490.7	2624.2	2829.1
Prêts sur contrats assurance	61.6	95.9	103.8	99.0	101.9	104.1
Prêts hypothécaires	308.9	237.4	247.0	262.6	268.9	280.7
Actions	1302.0	3480.8	6711.4	8257.9	7927.7	7041.9
Parts en fonds mutuels	71.2	354.5	691.5	797.1	781.7	695.8
Autre	616.4	805.7	941.4	954.8	996.8	1014.0
Total	5474.3	9759.1	14971.9	17069.1	17195.4	16948.8

Source : Federal Reserve Board

En premier lieu, ce phénomène est certainement dû à la croissance des fonds mutuels. Toutefois d'autres catégories de zinzins se sont aussi tournées de plus en plus vers les marchés boursiers. Pour les assureurs-vie, la proportion des actions dans les actifs totaux est passée de 6% en 1990 à 26.5% en 2001, via un point haut à 31.4% en 1999.

Tableau 47 – Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en %)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Dépôts étrangers	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
Monnaie et dépôts transférables	0.6	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4
Autres dépôts	2.6	1.7	1.8	1.8	1.7	2.2
Parts en fonds marché monétaire	0.7	0.6	1.2	1.2	1.3	1.5
Options de rachat	2.4	2.3	2.1	1.9	2.3	2.4
Titres de marché de crédit	57.0	47.4	38.8	36.1	37.5	41.1
Open market paper	5.8	4.0	4.2	4.4	5.0	5.0
Obligations fédérales EU	18.9	17.1	11.7	10.6	10.7	12.4
Obligations municipales	6.6	5.9	4.9	4.3	4.4	4.7
Obligations entreprise et étrangères	18.9	17.1	15.6	14.6	15.3	16.7
Prêts sur contrats assurance	1.1	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
Prêts hypothécaires	5.6	2.4	1.6	1.5	1.6	1.7
Actions	23.8	35.7	44.8	48.4	46.1	41.5
Parts en fonds mutuels	1.3	3.6	4.6	4.7	4.5	4.1
Autre	11.3	8.3	6.3	5.6	5.8	6.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

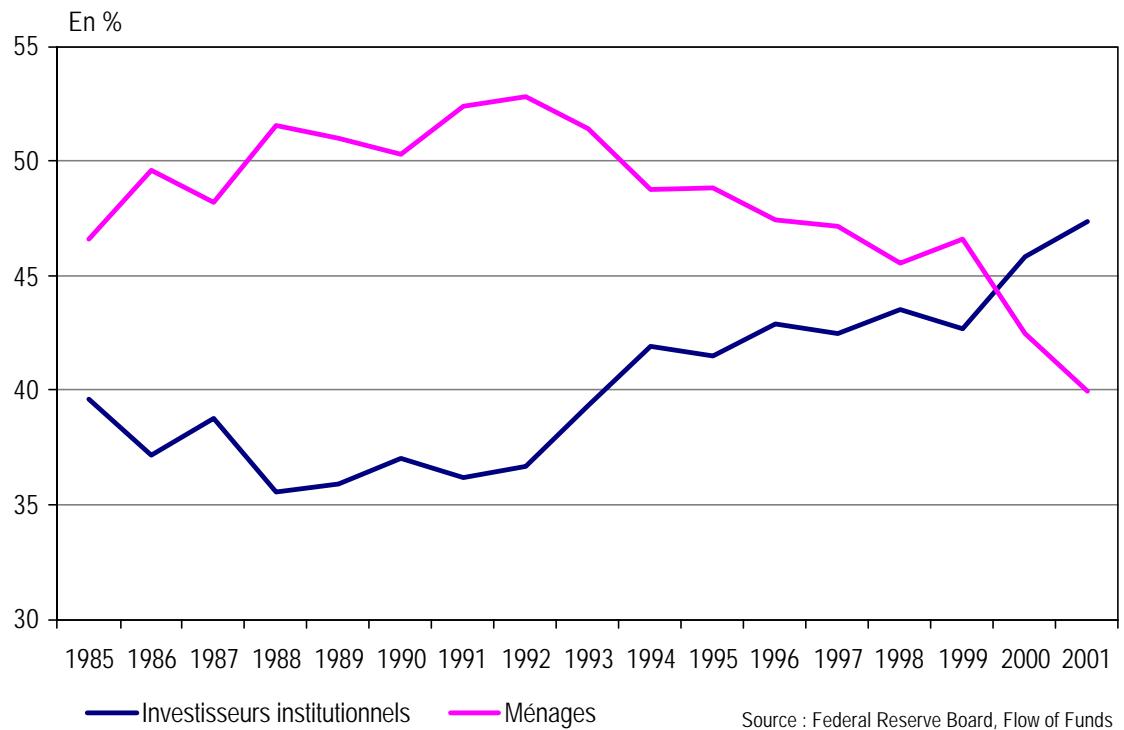
Source : Federal Reserve Board

L’intermédiation institutionnelle – la détention nominale et réelle d’actions et fonds mutuels des ménages

A partir des données des comptes financiers des Etats-Unis, on peut réfléchir sur la détention d’actions et de parts en fonds d’investissement mutuels des ménages afin d’illustrer le rôle des zinzins dans l’évolution de la composition du patrimoine financier des ménages. On a noté déjà dans une section précédente que, pour partie, la montée des zinzins est due à une substitution au sein du patrimoine des ménages des actions détenues en direct par les actions gérées par les investisseurs institutionnels.

En termes d’encours total d’actions, la part détenue par les ménages a certainement diminué, surtout depuis 1992 (de 52.8% à 40.0% de l’encours total fin 2001). A l’opposé, la part détenue par les investisseurs institutionnels a augmenté de 36.7% en 1992 à 47.4% en 2001. Mais ceci ne veut pas dire que les ménages soient moins exposés aux risques de marché. Car les actions détenues en direct occupent toujours une place très importante (18.8% du patrimoine financier total fin 2001, en déclin de 26% en 1999 en raison du retournement boursier).

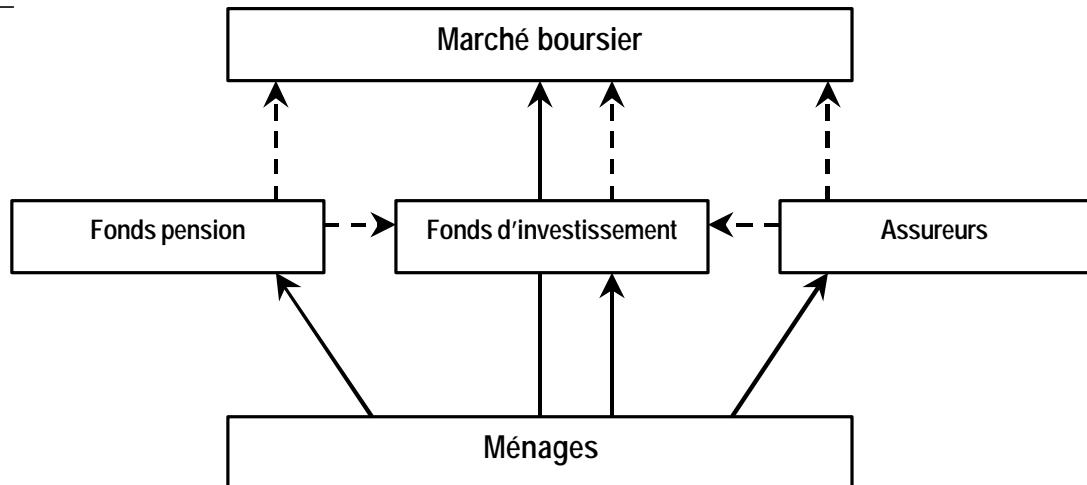
Graphique 20 – Etats-Unis : Détection d'actions par investisseurs institutionnels et ménages 1985-2001 (en % du total)



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds

Deuxièmement, les rachats d'actions par les investisseurs institutionnels ont maintenu le lien entre le patrimoine des ménages américains et la bourse, mais cette fois-ci de façon indirecte : les ménages sont les principaux détenteurs de parts de fonds mutuels, des droits de fonds de pension (privés et publics) et des assurances-vie. Les placements faits par les investisseurs institutionnels sont principalement pour le compte des ménages.

Graphique 21 – Détection directe et indirecte d'actions et parts de fonds d'investissement par les ménages

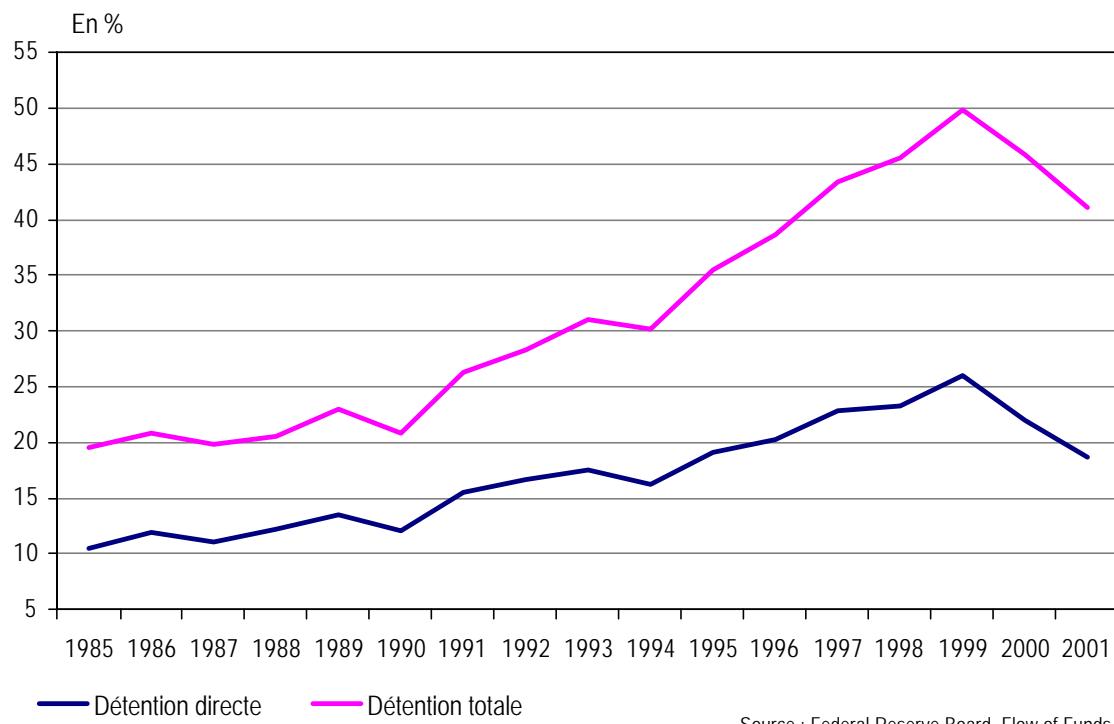


On peut illustrer la structure d'intermédiation entre les ménages et le marché boursier avec la figure 20 ; comme partie de leur patrimoine financier les ménages détiennent entre autres des droits accumulés sur les fonds de pension, des parts dans des fonds d'investissement, des assurances-vie et autre assurances¹ et des actions détenues en direct. Les placements entrepris par les zinzins avec les fonds versés par les ménages incluent toute la gamme des titres (mobiliers et immobiliers), avec une allocation qui doit rendre les ressources suffisantes pour répondre aux engagements (dans les cas des fonds de pension CD, de l'assurance-vie en unités de compte et de la plupart des fonds d'investissement non-garantis, ceci n'est pas une condition obligatoire), et qui se doivent aussi de faire apparaître une marge servant à rémunérer les institutions.

Les trois catégories principales d'institutions investissent dans des actions. Ceci veut dire que les ménages détiennent des actions en direct et à travers des engagements institutionnels. En suivant la comptabilité financière fournie par le « Federal Reserve Board », on peut estimer la détention réelle d'actions par les ménages américains : en incluant l'intermédiation, on arrive à 50% du patrimoine financier des ménages en 1999 (dont plus de la moitié gérée par l'intermédiation institutionnelle). Directement ou indirectement les ménages détiennent 89.3% de l'encours du « corporate equity » aux USA. On voit aussi que la réduction depuis 1999 est plutôt significative. Cependant, cette réduction est due à des ventes nettes par les ménages et les fonds pension privés tandis que les assureurs, les fonds mutuels et les fonds de pension publics ont continué d'acheter des actions (achats nets de 396 Mrd d'USD en 2000-2001). En d'autres termes, les stratégies de placement des zinzins n'ont pas diminué l'exposition des ménages au retournement boursier ; au contraire, on pourrait avancer que ces stratégies ont plutôt renforcé cette exposition.

¹ *Le passif des assureurs sont les réserves techniques d'assurance, du moins en ce qui concerne l'ensemble des assurance de personnes ; comptabilisées comme un actif dans le compte financier des ménages.*

Graphique 22 – Etats-Unis : Détection directe et réelle d'actions par les ménages (en pourcentage du patrimoine financier total)



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds

Si on regarde les fonds d'investissement, les réflexions sont assez similaires. Les tableaux 27-28 montrent la structure de détention des fonds mutuels par secteurs aux Etats-Unis. La demande des ménages pour des services professionnels de gestion a joué un rôle majeur dans le développement du secteur.

Tableau 48 – Etats-Unis : Détection des fonds mutuels par secteur 1990-2001 (en milliards d'USD)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Ménages	456.6	1158.9	2401.3	3111.5	3093.1	2955.2
Entreprises non-financiers	9.7	45.7	95.5	128.9	129.2	107.8
Administrations publics	4.8	35	21.3	25.6	26.4	31.5
Banques d'affaires	1.9	2.3	9.1	12.4	15	21.3
Coopératives de crédit	1.4	2.8	3.6	2.5	2.2	3.7
Bank personal trusts and estates	62.7	253.5	390.8	460.6	387	320
Assureurs-vie	30.7	27.7	23.3	43.3	48.1	44.3
Fonds de pension privés	40.5	326.8	668.2	753.8	733.6	651.5
Total	608.4	1852.8	3613.1	4538.5	4434.6	4135.5

Source : Federal Reserve Board

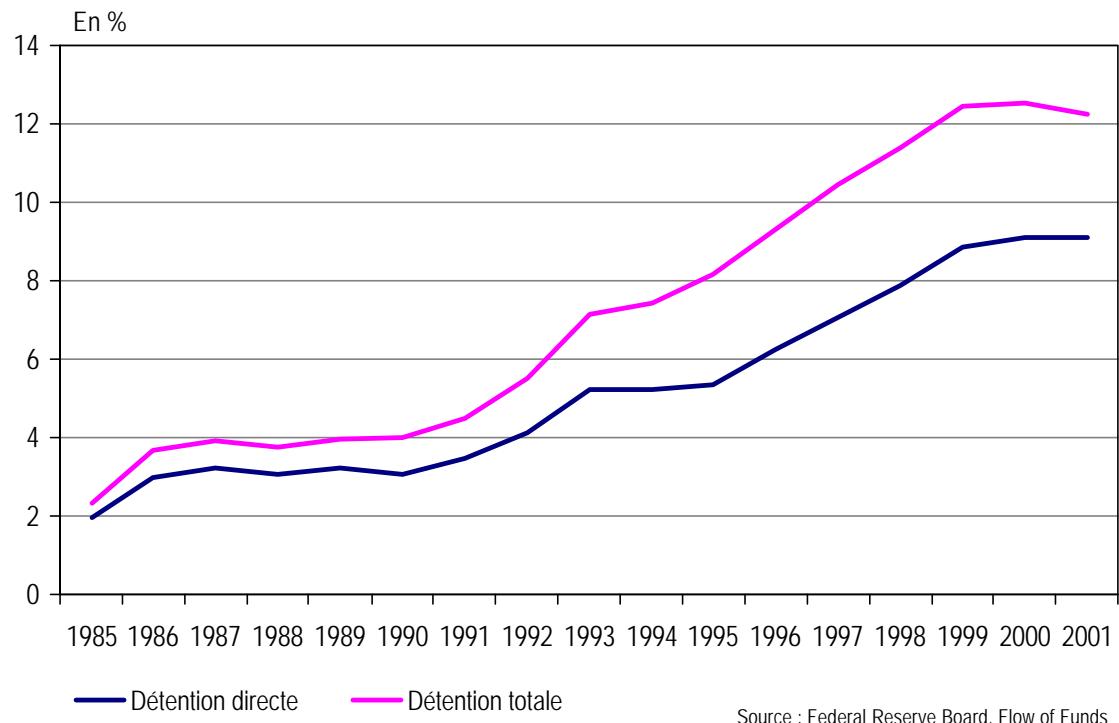
**Tableau 49 – Etats-Unis : Détection des fonds mutuels par secteur 1990-2001
(en %)**

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Ménages	75.0	62.5	66.5	68.6	69.7	71.5
Entreprises non-financiers	1.6	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6
Administrations publics	0.8	1.9	0.6	0.6	0.6	0.8
Banques d'affaires	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5
Coopératives de crédit	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
Bank personal trusts and estates	10.3	13.7	10.8	10.1	8.7	7.7
Assureurs-vie	5.0	1.5	0.6	1.0	1.1	1.1
Fonds pension privés	6.7	17.6	18.5	16.6	16.5	15.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Federal Reserve Board

Selon le graphique 22, les ménages détiennent des parts en fonds d'investissement de façon directe et indirecte (*via* les assureurs et fonds de pension). Pour les ménages américains l'effet d'inclure la détection indirecte est moins violent que dans le cas des actions cotées, mais toutefois notable. De 9.1% du patrimoine financier, le taux de détection monte à 12.3%.

Graphique 23 – Etats-Unis : Détection directe et totale de parts en fonds mutuels par les ménages, en % du patrimoine financier total



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds

LE MARCHÉ RETRAITE AUX ETATS-UNIS : GESTION ET RISQUE DANS LA RETRAITE PAR CAPITALISATION

Nous avons choisi d'étudier précisément la structure et les tendances du marché retraite aux Etats-Unis. L'avantage d'un focus sur les Etats-Unis réside dans le fait que les données de base sont plus compréhensibles et accessibles; en outre, le marché de la retraite par capitalisation américain est le plus développé du monde, et donne des informations clefs sur la répartition de la gestion des actifs financiers dédiés à la retraite par secteur, par types d'investissements, et les risques qui y sont attachés.

Le système de retraite aux Etats-Unis est composé de trois éléments :

- **la sécurité sociale** : un système d'assurance sociale (maladie, chômage, etc.) financé par les autorités publiques qui inclut le dispositif pour des retraites de base ;
- **les régimes de retraite professionnels** : des régimes de retraite offerts par les employeurs (publics et privés) qui peuvent être des prestations définies (PD) ou des cotisations définies (CD, dont le type le plus connu est le compte « 401(k) »¹).
- **les comptes de retraite personnels** (Individual Retirement Accounts – IRAs), comptes d'épargne individuels partiellement exonérés d'impôts qui peuvent être utilisés pour la retraite ou des frais d'éducation.

En outre, les créances des ménages sur les assureurs-vie peuvent être comptées comme des actifs destinés à la retraite et donc incluses avec les deux derniers « piliers », c'est-à-dire, les régimes de retraite (hors sécurité sociale) qui constituent vraiment un « marché ».

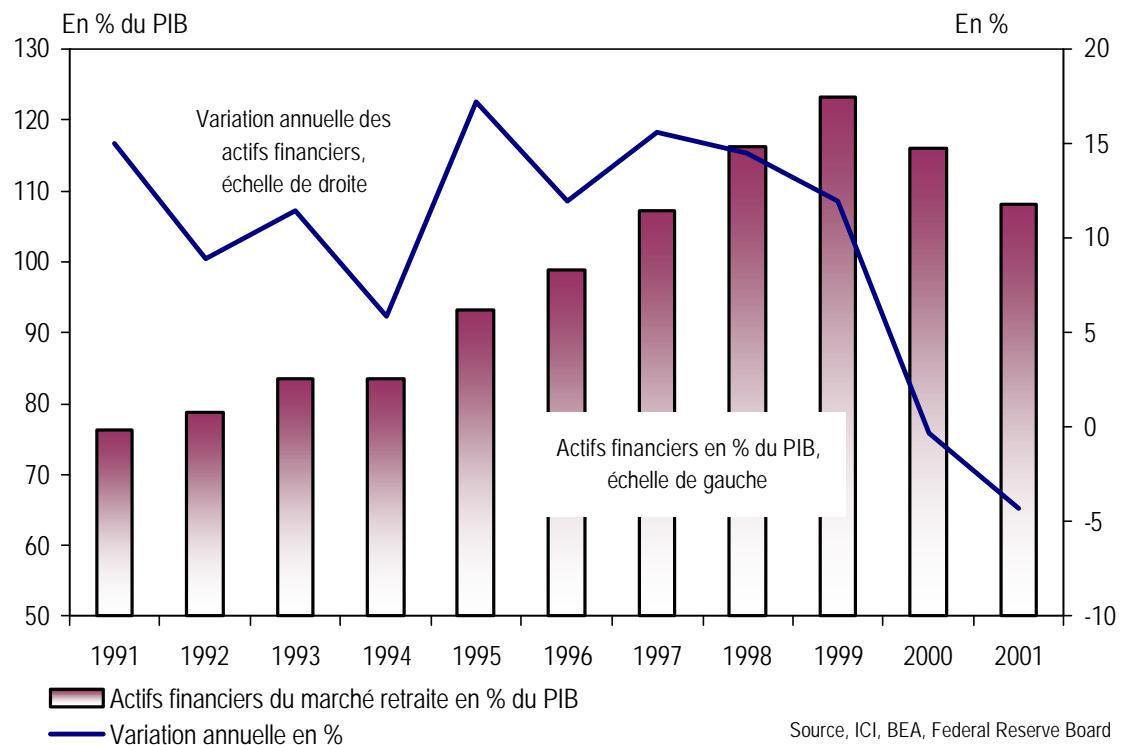
I. LE MARCHÉ RETRAITE AU TOTAL

Le marché américain de la retraite est composé par les IRA, les régimes de retraite PD ou CD privés ou publics. Au total, fin 2001, la totalité du marché représentait 10,893 Mrd USD, soit 108% du PIB. Même élevés, les encours sont en recul : après une dizaine d'années de montée régulière, la croissance des encours est devenue négative en 2000-2001, réduisant ainsi le poids des actifs financiers en pourcentage du PIB.

Toutefois, de 1991 à 2001 les actifs totaux sous gestion ont crû de 138.1% (équivalant à un taux de croissance annuel moyen de plus de 9%). Certes, la longue inflation des prix des actions domestiques a gonflé cette croissance, de la même façon que la chute boursière a provoqué un coup d'arrêt.

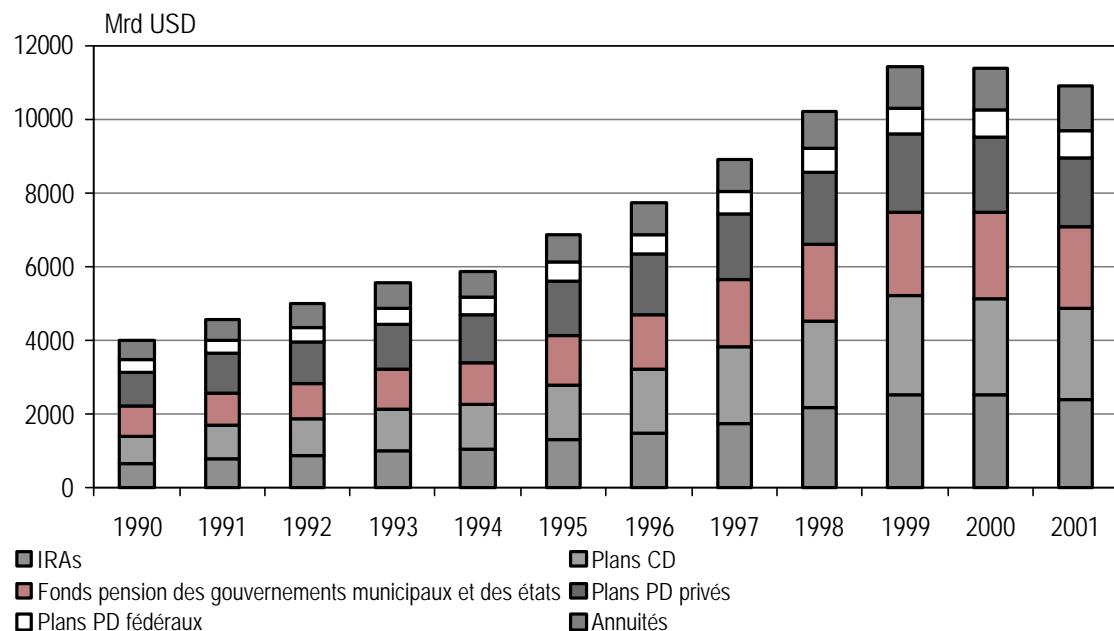
¹ Nommé d'après l'article correspondant dans le code des impôts.

Graphique 24 – Etats-Unis : Evolution des actifs financiers du système retraite, 1991-2001



Il est intéressant d'analyser précisément les causes de ces fluctuations. Si l'on regarde la répartition des actifs financiers entre les différents produits, les plans personnels CD, les IRA et les plans PD privés sont les principaux responsables des fluctuations à la hausse et à la baisse. On peut noter aussi que les plans à prestations définies ont contribué négativement à la croissance des actifs totaux. Car face aux clôtures de nombreux plans, il n'y plus d'ouvertures de nouveaux contrats (les plans à cotisations sont en croissance au détriment des PD).

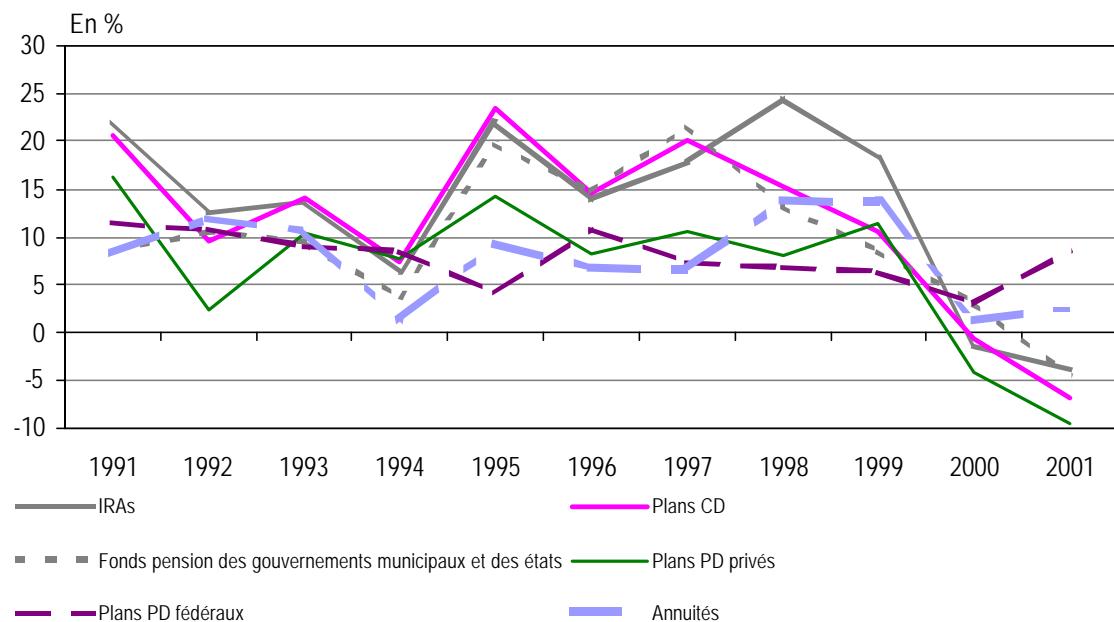
Graphique 25 – Etats-Unis : Marché de la retraite 1990-2001, répartition par produit en encours



Sources : ICI, Federal Reserve Board, Internal Revenue Service, American Council of Life Insurers

On peut aussi noter la popularité croissante des plans CD (dont les 401(k)) et des IRAs ; entre 1990 et 2000, ils se sont élevés de 35% des actifs totaux à 45.1%.
Cela revient à dire que la proportion de réserves financières dédiées à la retraite exposée au risque de marché a été en croissance jusqu'au 2000.

Graphique 26 – Etats-Unis : Marché total de retraite, variation annuelle des actifs en %, répartition par produit et total



Sources : ICI, Federal Reserve Board, Internal Revenue Service, American Council of Life Insurers

II. LES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE MARCHÉ RETRAITE

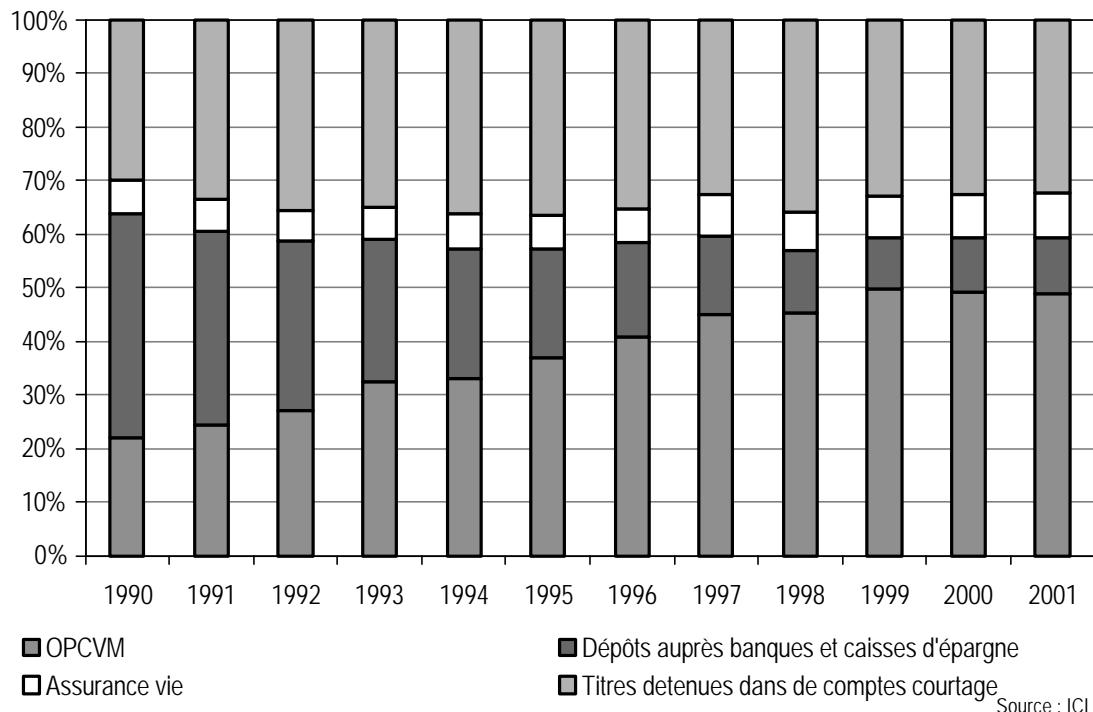
En général, les plans CD et les IRA offrent aux épargnants une gamme de choix pour les placements des fonds épargnés. Les fonds d'investissement (ou OPCVM) sont plus directement impliqués dans la gestion des placements. Comme nous allons le voir, **les OPCVM sont les gestionnaires principaux de la partie du marché retraite la plus soumise au risque.**

A. LES OPCVM COMME GESTIONNAIRES DES IRA ET PLANS CD

Les comptes de retraite individuels - IRA

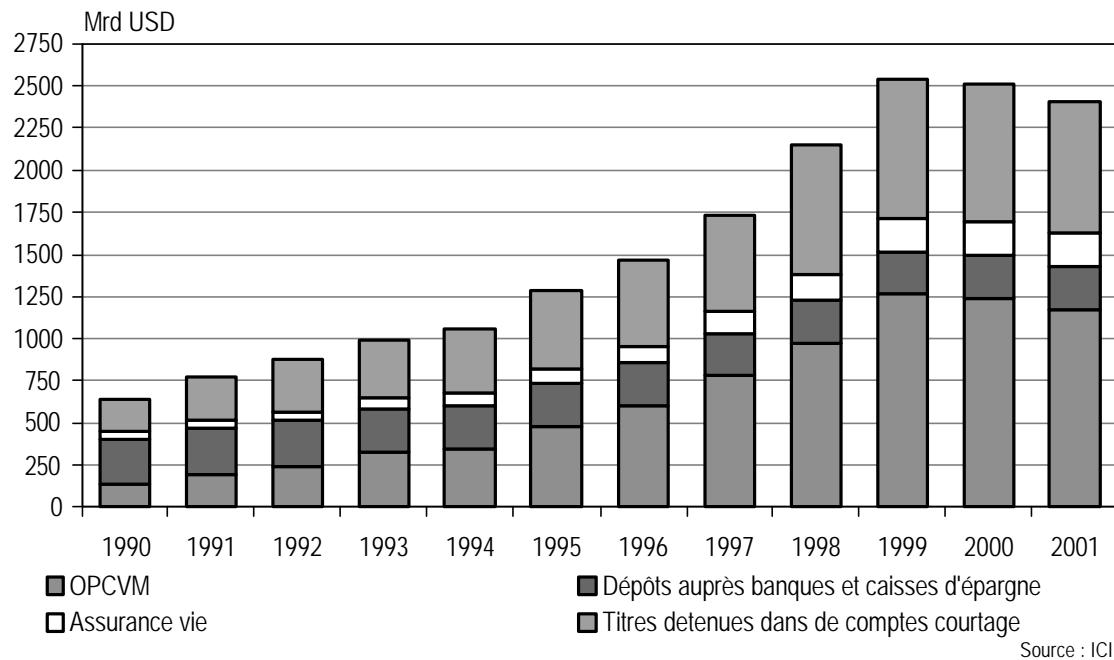
Si on regarde d'abord les IRA, il est évident que les OPCVM ont conquis une part de marché si élevée qu'ils doivent être considérés comme des acteurs dominants ; de 22.0% en 1990 à 48.7% fin 2001. Ceci est probablement le résultat de deux facteurs : premièrement, les OPCVM ont promis une rentabilité des fonds supérieure aux autres gestionnaires (et probablement aussi des charges de gestion relativement basses). Le résultat est une désintermédiation du secteur bancaire notable, la part des IRA gérés par des banques et caisses d'épargne (« Thrifts ») a baissé fortement sur la même période, de 41.8% en 1990 à 10.6% en 2001.

Graphique 27 – Etats-Unis : Les comptes individuels de retraite (IRA), total actifs répartis par secteur gestionnaire (en %)



Deuxièmement, de la forte croissance des actifs financiers dans les IRA sur la période (278.5%, TCAM 16.6%), les OPCVM ont capté quasiment 60%. Sur la période, les banques et caisses d'épargne ont reculé légèrement en termes des encours d'actifs gérés. Ce sont probablement les stratégies et le marketing des OPCVM qui sont pour une bonne part responsables de la croissance de ce type d'actif.

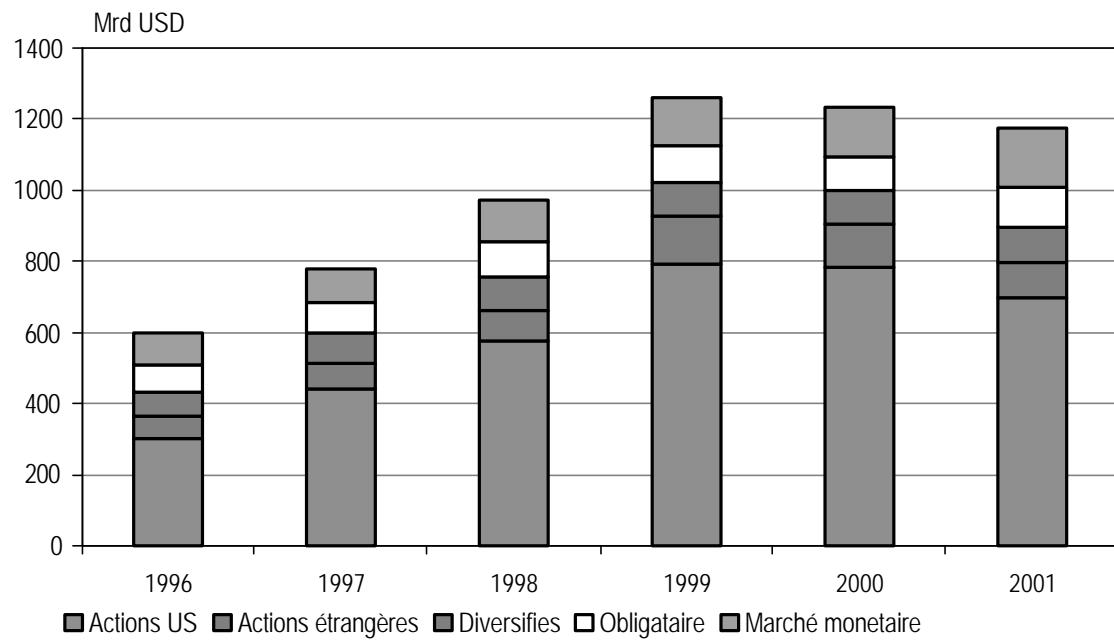
Graphique 28 – Etats-Unis : Actifs détenus dans des IRA, répartition par secteur gestionnaire en USD Mrd



Source : ICI

Les OPCVM ont offert un rendement supérieur aux clients ; ceci est évident si l'on regarde la répartition des investissements sous-jacents gérés par des IRA. La stratégie dominante au cours de cette période a été d'investir les actifs gérés dans des fonds actions, domestiques et étrangers ; d'où les taux de rendement supérieurs jusqu'en 1999. Après, c'est une autre histoire.

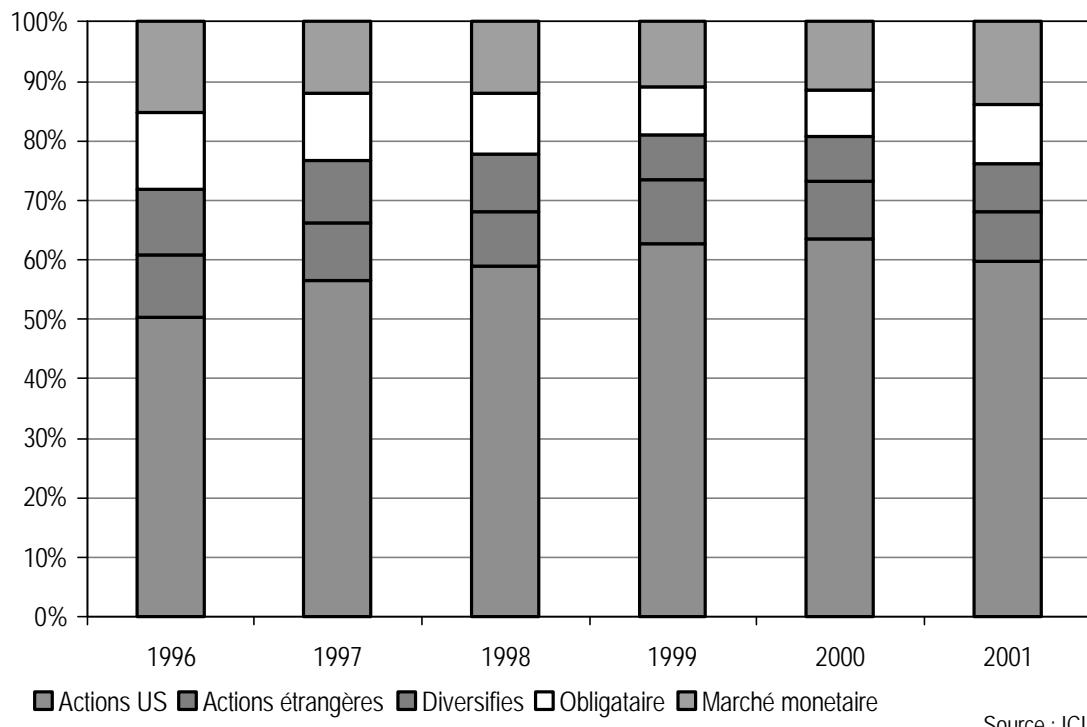
Graphique 29 – Etats-Unis : IRA sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en USD Mrd)



Source : ICI

Fin 2001, les actifs IRA gérés par des OPCVM étaient majoritairement investis dans des fonds d'actions à hauteur de 68.1% des encours. Toutefois, en 2001, on peut aussi noter un certain retour des fonds obligataires, diversifiés, et du marché monétaire, mais le retour vers les fonds moins risqués est insuffisant pour limiter efficacement les pertes en capital dues à la chute boursière.

Graphique 30 – Etats-Unis : IRAs sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en %)

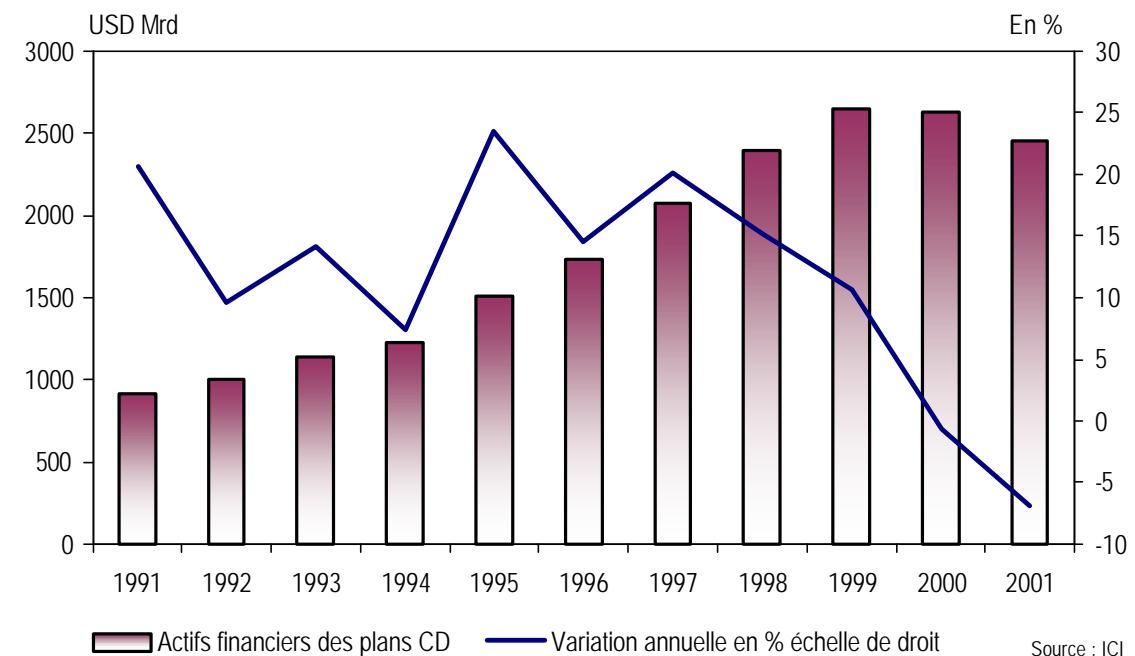


Source : ICI

Les plans CD

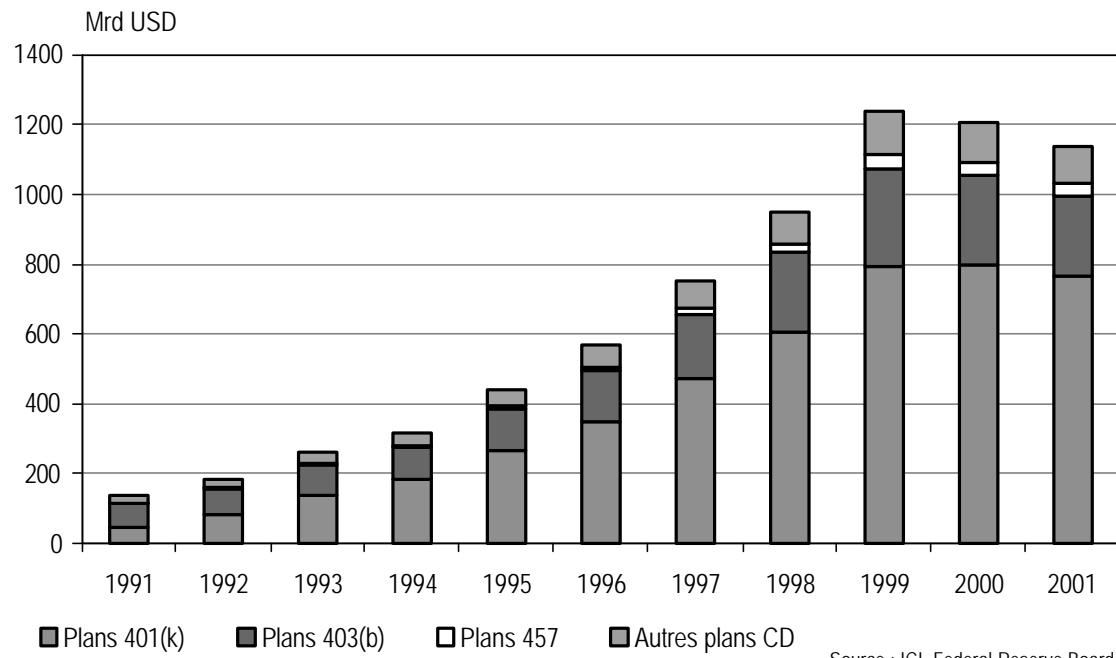
Pour les plans retraite à cotisations définies, les tendances des années 1991-2001 sont assez similaires à celles des IRA. Les plans CD ont augmenté énormément en termes de popularité; les actifs totaux ont crû de 168.9% entre 1991 et 2001 (TCAM 10.4%). Ici aussi les deux dernières années mettent en lumière les effets de la déflation des prix des titres boursiers ; le taux de croissance des encours est devenu négatif, surtout en 2001, ramenant les encours totaux presque au niveau de 1998, ce qui correspond à trois années de cotisations perdues pour les adhérents.

Graphique 31 – Etats-Unis : Actifs des plans à cotisations définies, croissance annuelle en % et encours fin d'année



C'est dans cette catégorie que nous trouvons les fameux comptes 401(k), qui sont des comptes individuels de retraite souvent sponsorisés par les employeurs. Ce régime de retraite représentait 71.5% des encours totaux des plans CD fin 2001, contre seulement de 48.2% dix années auparavant.

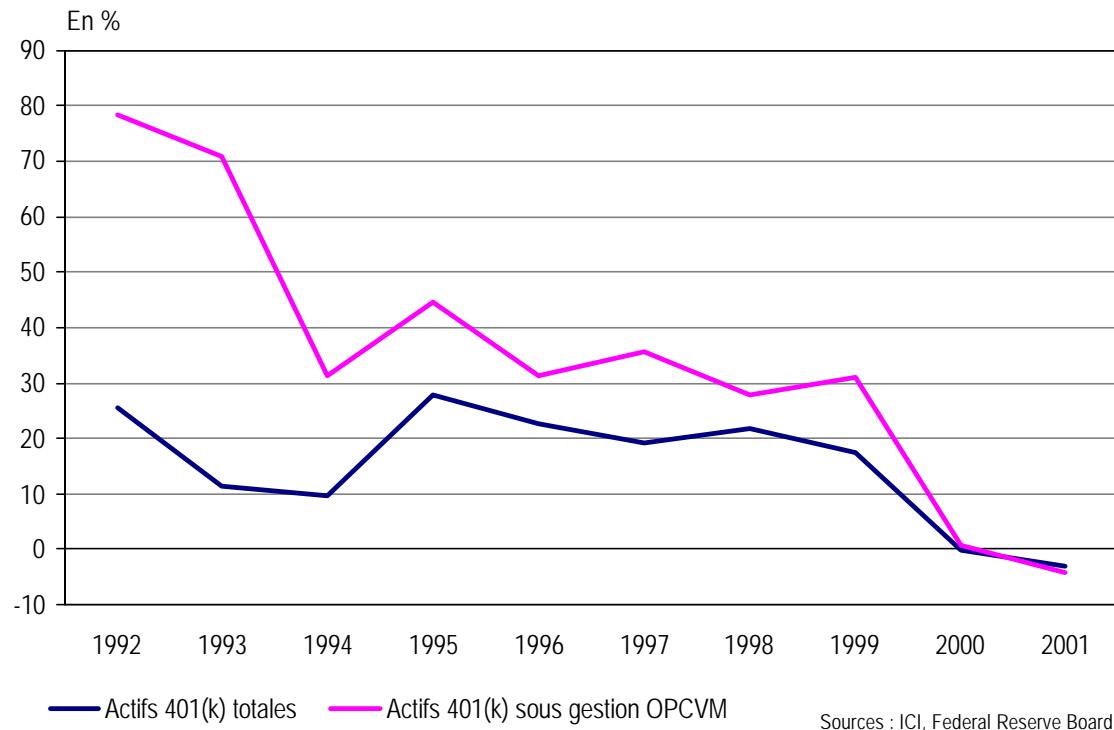
Graphique 32 – Etats-Unis : Actifs sous gestion OPCVM provenant de plans de retraite à cotisations définies, par types de plans (en USDmrd)



Source : ICI, Federal Reserve Board

Parmi les plans CD, les OPCVM ont aussi réussi à s'imposer comme les gestionnaires dominants avec une part de marché de 46.4% en 2001 (en hausse de 14.7% depuis 1991). Les OPCVM dominent aussi largement la gestion des comptes 401(k) avec 43.6%. La croissance de leur part du marché, partie de 10.5% en 1991, est donc aussi impressionnante. Les OPCVM ont capté aussi la gestion des autres comptes, comme les 403(b) et les comptes 457, mais à un moindre degré.

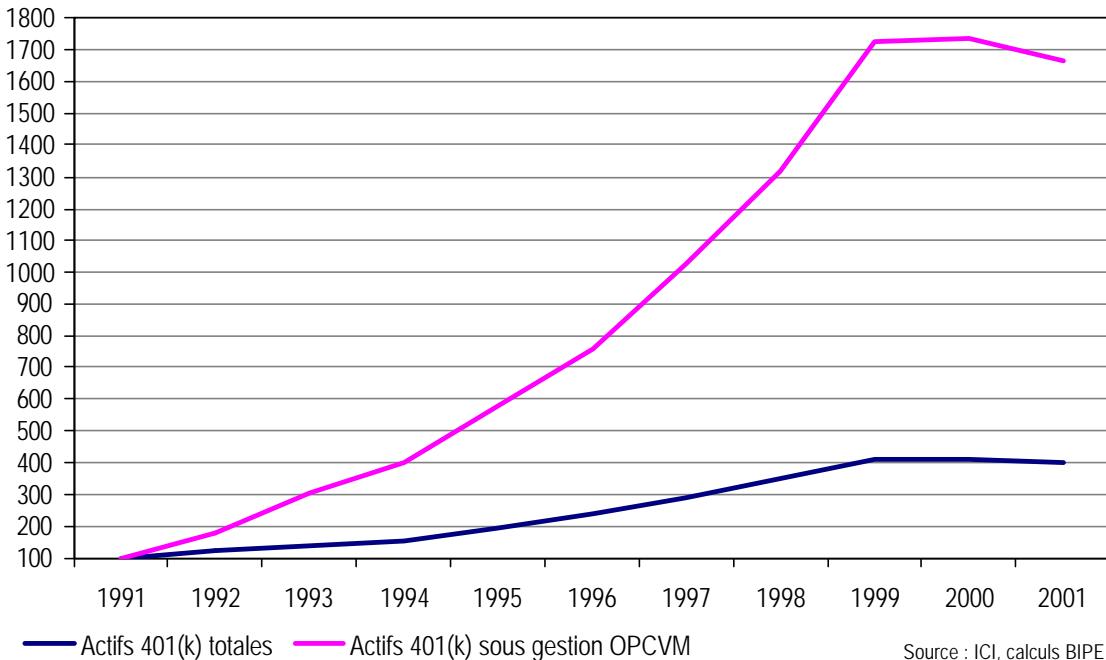
Graphique 33 – Etats-Unis : Variation annuelle en % des actifs financiers 401(k), encours fin d'année



Sources : ICI, Federal Reserve Board

La relation entre l'évolution des encours 401(k) totaux et sous gestion OPCVM est intéressante en soi ; après une plus forte croissance au début des années 1990, le total sous gestion OPCVM a ensuite connu une certaine décélération. En 2001, les encours gérés en OPCVM ont reculé comme les encours totaux.

Graphique 34 – Etats-Unis : Encours des comptes 401(k) - indice, 1991=100

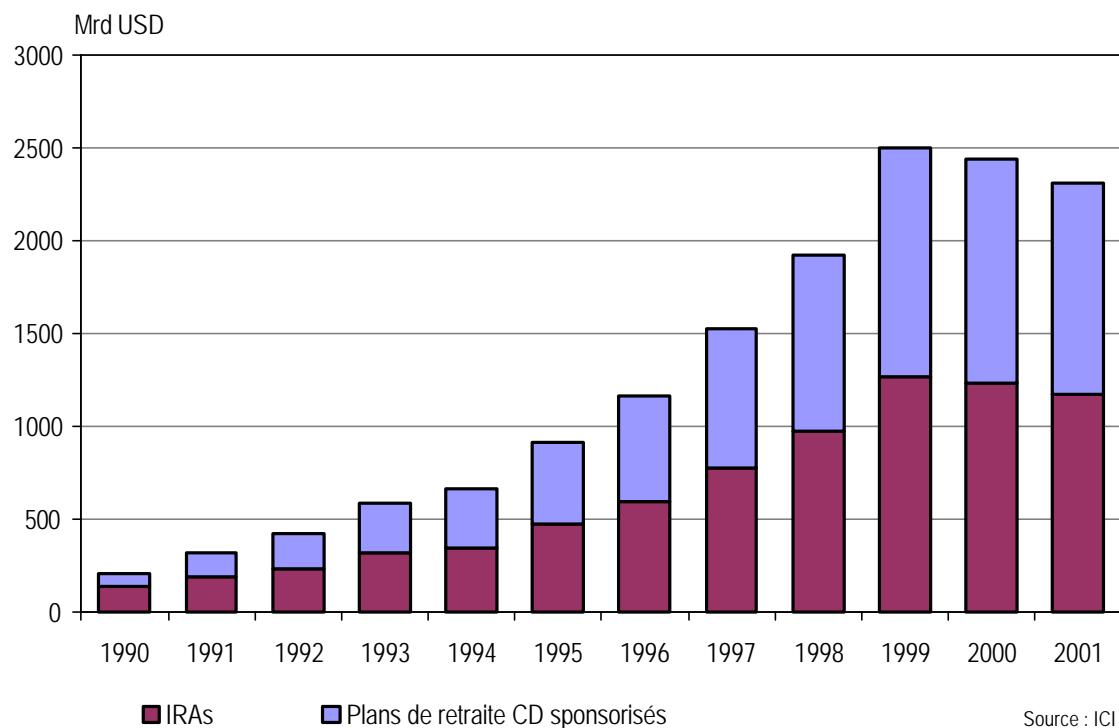


Source : ICI, calculs BIPE

B. LES OPCVM DANS LE MARCHÉ TOTAL DE LA RETRAITE

On a déjà remarqué que les fonds d'investissement vendent souvent des services de gestion de portefeuille aux fonds de pension et aux assureurs. Mais les fonds d'investissement interviennent directement dans le marché retraite. Selon les informations qui sont disponibles, on peut en effet mesurer la présence des OPCVM dans le marché retraite en compte propre.

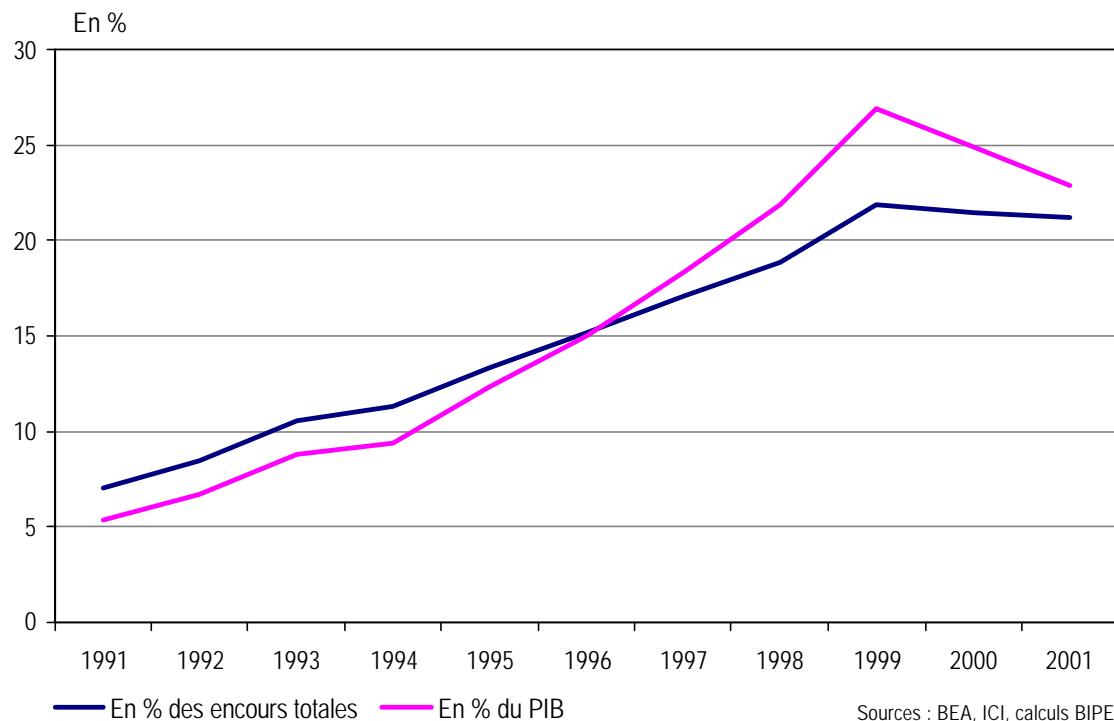
Graphique 35 – Etats-Unis : Actifs retraite sous gestion par OPCVM, répartis entre IRAs et Plans CD sponsorisés, encours fin d'année



Source : ICI

Hormis leur rôle de gestionnaires de portefeuille pour des assureurs et des fonds de pension, les OPCVM géraient 21.1% des encours pension fin 2001.

Graphique 36 – Etats-Unis : Actifs financiers dédiés à la retraite sous gestion OPCVM (en % des actifs totaux et en % du PIB)



Sources : BEA, ICI, calculs BIPE

Bibliographie

Bank for International Settlements (1993), "63rd Annual Report", BRI Basle.

Bank for International Settlements (1995), "65th Annual Report", BRI Basle.

Bank for International Settlements (1998), "68th Annual Report", BRI Basle.

Benos A et Crouhy M (1996), "Changes in the structure and dynamics of European securities markets", Financial Analysts Journal, May/June, 37-50.

Berger A et Udell G (1992), "Securitisation, risk and the liquidity problem in banking", Working Paper S-92-2, Salomon Center, New York University

Berger A, Kashyap A K et Scalise J M (1995), "The transformation of the US banking industry, what a long strange trip it's been", Brookings Papers, 2:1995, 55-218

Berglöf E (1996), "Corporate governance", in ed. B Steil "The European Equity Markets", Royal Institute of International Affairs, London

Blake D (1992), "Issues in pension funding", Routledge, London.

Blake D (1996), "Portfolio choice models of pension funds and life insurance companies; similarities and differences", Discussion Paper No. PI-9610, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.

Blake D (1997), "Pension funds and capital markets", Discussion Paper No PI-9706, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.

Blake D (1999), "Portfolio choice models of pension funds and life assurance companies, similarities and differences", Geneva Papers on Risk and Insurance, 24, 327-57.

Blake D et Hudson R (2000), "Improving security and flexibility in retirement; full technical report", Retirement Income Working Party, London

Bodie Z (1990b), "Pensions as retirement income insurance", Journal of Economic Literature, Vol 28, 28-49.

Bodie Z (1991), "Shortfall risk and pension fund asset management", Financial Analysts Journal, May/June 1991.

Bodie Z et Davis E P (eds) (2000), "The Foundations of Pension Finance", Edward Elgar

Bodie Z, Kane A and Marcus A J (1996), "Investments", Irwin.

Broby D (1997), "The changing face of European fund management", FT Financial Publishing

Cardinale M, Findlater A et Orszag M (2002), "Paying out pensions; a review of international annuities markets", Research Report 2002-RU07, Watson Wyatt, Reigate.

Cutler D, Poterba J et Summers L (1990), "Speculative Dynamics and the role of feedback traders", American Economic Review, 80, Papers and Proceedings.

Davis E P (1994), "Market liquidity risk", in eds. Fair D. and Raymond R., "The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe", Kluwer Academic Publishers

Davis E P (1995a), "Pension funds, retirement-income security and capital markets - an international perspective", Oxford University Press.



Davis E P (1995b), "Debt, financial fragility and systemic risk, revised and extended version", Oxford University Press.

Davis E P (1995), "Pension funds, retirement-income security and capital markets - an international perspective", Oxford University Press.

Davis E P (1996), "Pension Fund Investments", in B. Steil et al "The European Equity Markets, the State of the Union and an Agenda for the Millennium", The Royal Institute of International Affairs, London

Davis E P (1998b), "Investment of mandatory funded pension schemes", Discussion Paper No. PI-9908, the Pensions Institute, Birkbeck College, London

Davis E P (2000), "Regulation of private pensions, a case study of the UK", Working Paper No PI-2009, The Pensions Institute, Birkbeck College, London, and forthcoming in *Revue d'Economie Financiere*

Davis E P (2002a), "Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long term institutional investors' portfolios", *Journal of Pensions Economics and Finance*, 1, 157-191

Davis E P (2002b), "Issues in the regulation of annuities markets", CERP Working paper No 26/02, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, Turin

Davis E P et Steil B (2000), "Institutional investors", MIT Press

Dermine J et Röller L H (1992), "Economies of scale and scope in French mutual funds", *Journal of Financial Intermediation*, 2, 83-93.

DeLong, J.B., Shleifer A., Summers L., et Waldman R. (1990), "Positive feedback investment strategies and destabilising rational speculation", *Journal of Finance*, 45, 379-95.

Friedman, Milton (1953), "The case for flexible exchange rates, in Milton Friedman, ed.: *Essays in Positive Economics*", University of Chicago Press, Chicago, IL.

Froot K.A., Scharfstein D.S., et Stein J.C. (1992), "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation", *The Journal of Finance*, 47, 1461-84.

Grossman S et Stiglitz J E (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, 70, 393-408.

Keynes J M (1936), "General theory of employment, interest and money", MacMillan, London.

Lakonishok J, Schleifer A et Vishny R W (1991), "Do institutional investors destabilize share prices? Evidence on herding and feedback trading" Working Paper No. 3846, National bureau of Economic Research.

Plihon D et Ponssard J-P ed (2002) « La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ? », Les études de La documentation française.

Rybczynski T (1995), "The development of European capital markets: the main trends and their implications", in ed J Revell "The changing face of European banks and securities markets", MacMillan, London.

Sauviat C (2001) « Syndicats et marchés financiers : bilan et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe ? », Revue de l'IRES, 2001/2, pp 1-33.

Scharfstein D S et Stein J C (1990), "Herd behaviour and investment", American Economic Review, 80, 465-79.

Schwarz R A et Steil B (1996), "Equity trading III; institutional investor trading practices and preferences", in ed. B Steil "The European Equity Markets", Royal Institute of International Affairs, London

Shiller, Robert (1988) "Portfolio insurance and other investor fashions as factors in the 1987 stock market crash", NBER Macroeconomics Annual

Shiller R J (1990), "Market volatility", MIT Press, Cambridge, Mass.

Sørensen Ole Beier , « Le système de retraite du Danemark », Revue de L'AFPEN, n:18, Janvier 2003



La montée en puissance des investisseurs institutionnels : implications réglementaires

Etude réalisée pour le Sénat

Janvier 2003



Auteurs
Cyril Blesson
Ulf Clerwall

L'Atrium
6, place Abel Gance
F92652 Boulogne Billancourt Cedex
Tél. : 33 (0)1 46 94 45 22
Fax : 33 (0)1 46 94 45 99
E-mail : contact@bipe.fr
www.bipe.com

Édition
Monique Schmitt

© BIPE 2003

Sommaire

RÉSUMÉ-CONCLUSION.....	202
Contexte, méthode et objectifs.....	202
Résumé de l'étude	203
Quelles régulations pour le cas français ?.....	207
CHAPITRE 1 LES ACTEURS EN QUESTION	209
1 LA MONTÉE EN PUISSANCE DES ZINZINS	210
1.1 L'exemple des OPCVM : un décollage impressionnant en Europe.....	211
1.2 Les raisons principales de la montée des zinzins.....	212
2 QUI SONT LES ZINZINS ? UNE TYPOLOGIE DES ACTEURS.....	215
2.1 Les zinzins selon la diversité des stratégies de placements et la répartition du risque	216
2.1.1 Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières - OPCVM	216
2.1.2 Les fonds de pension à cotisations définies ou à prestations définies	217
2.1.3 Les compagnies d'assurance et particulièrement les assureurs-vie.....	219
2.1.4 L'expérience danoise : un modèle original complémentaire à la répartition.....	220
2.2 Conclusion	221
3 LES FONCTIONS DE BASE DU SYSTÈME FINANCIER ET LES ZINZINS.....	223
3.1 Les fonctions de base du système financier	223
3.1.1 Faciliter l'échange de biens, services et...d' actifs.....	224
3.1.2 L'investissement « indivisible » et la diffusion du risque	224
3.1.3 Le transfert des ressources économiques au sens inter-temporel, sectoriel ou géographique	225
3.1.4 Contrôler le risque et l'incertitude	225
3.1.5 L'information sur les prix dans des économies décentralisées.....	226
3.1.6 Un pouvoir fort pour faire face aux problèmes d'incitations liés à l'asymétrie d'information qui est au cœur de la relation financière.....	227
3.2 Le rôle d'intermédiaire et l'évolution du système financier	227
3.3 Le rôle fiduciaire au sens de contrat avec l'épargnant.....	228
3.4 Des apports théoriquement favorables des investisseurs institutionnels.....	229
CHAPITRE 2 LES RISQUES	231
1 FORMES D'ADAPTATION DU SYSTÈME FINANCIER ET RISQUES FINANCIERS ET MACRO-ÉCONOMIQUES ASSOCIÉS 233	
1.1 Implications pour le financement de l'économie européenne.....	234
1.1.1 Le financement externe des entreprises non financières	235
1.1.2 Les comportements financiers des ménages.....	237
1.1.3 Effets sur le système financier lui même.....	238
1.1.4 Conclusion.....	243
1.2 Quels sont les risques de la nouvelle donne financière ?.....	243
1.2.1 Des horizons de placements courts.....	243
1.2.2 ... et pousse à une plus grande prise de risque que celle justifiée par les engagements	244
1.2.3 Une montée du risque dans le patrimoine financier des ménages.....	246

1.2.4	Les comportements moutonniers sont rationnels et, vu la concentration des capitaux, déstabilisants	249
1.2.5	Le raccourcissement des horizons de placements influence négativement la gouvernance d'entreprise et l'allocation des capitaux	250
2	LES ZINZINS AU CŒUR DES CRISES FINANCIÈRES MODERNES ?	254
2.1.1	Les crises financières : une typologie	254
2.1.2	Facteurs de fragilité du système financier, chocs et diffusion des crises	259
CHAPITRE 3 ACTIFS SOUS GESTION INSTITUTIONNELLE EN EUROPE ET AUX ETATS-UNIS		262
1	INTRODUCTION : UNE ANALYSE DES SPÉCIFICITÉS NATIONALES	263
1.1	France 264	
1.2	Allemagne	268
1.3	Espagne	273
	Un point sur les fonds à taux garanti	274
1.4	Royaume-Uni	277
1.5	Italie 277	
1.6	Etats-Unis	278
	L'intermédiation institutionnelle – la détention nominale et réelle d'actions et fonds mutuels des ménages.281	
2	LE MARCHÉ RETRAITE AUX ETATS-UNIS : GESTION ET RISQUE DANS LA RETRAITE PAR CAPITALISATION...286	286
2.1	Le marché retraite au total	286
2.2	Les fonds d'investissement dans le marché retraite	289
2.2.1	Les OPCVM comme gestionnaires des IRA et Plans CD	289
2.2.2	Les OPCVM dans le marché total de la retraite	295
ANNEXE 1 : PRODUCTEURS ET DISTRIBUTEURS SÉRIEUSEMENT PRIS À PARTIE DANS LE RAPPORT SANDLER.298		298
1.	Complexité, opacité	298
2.	Simplification, réglementation	299
ANNEXE 2 – L'INTRODUCTION BOURSIÈRE DE LYCOS EUROPE NV EN MARS 2000		300
BIBLIOGRAPHIE.....		303

Liste des tableaux

Tableau 1 – Europe : Structure du passif des entreprises non financières 1980-2000 (en % du total)	236
Tableau 2 – Europe : Structure du patrimoine des ménages 1980-2000 (en % du total)	238
Tableau 3 – Europe : Actifs des secteurs financiers 1980-2000 (en % du total)	239
Tableau 4 – Europe : Actifs des investisseurs institutionnels 1980-2000 (en % du PIB)	240
Tableau 5 – Europe : Actifs du secteur bancaire, 1980-2000 (en % du total)	241
Tableau 6 – Éléments des crises financières 1970-2000	258
Tableau 7 – France : Actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français (1996-2001)	265
Tableau 8 – France : Actifs nets gérés répartis par investisseurs institutionnels (1990-2001)	266
Tableau 9 – France : Montant d'actifs gérés par catégorie d'OPCVM 1990-2001 (hors FCP)	266
Tableau 10 – France : Allocation d'actifs des OPCVM à vocation générale (en %)	267
Tableau 11 – France : Détenion des OPCVM à vocation générale (en %) Echantillon représentatif à 81%, sur un montant d'actifs nets français de 769 milliards d'euros à fin septembre 2001	267
Tableau 12 – Allemagne : Actifs gérés par investisseurs institutionnels 1991-2001 (en milliards d'euros)	268
Tableau 13 – Allemagne : Répartition des actifs des investisseurs institutionnels en, par types d'actifs (en %) 1991-2001	269
Tableau 14 – Allemagne : Actifs des fonds d'investissement en 1998-2001*	270
Tableau 15 – Allemagne : Détenion directe de parts en fonds d'investissement en, par secteur économique, 1991-2001 (en %)	272
Tableau 16 – Espagne : Actifs sous gestion institutionnelle, 1995-2001 (en millions d'euros)	273

Tableau 17 – Espagne : Répartition des actifs gérés par fonds d'investissement (FIM et FIAMM, soit 90% des encours des IIC), par type de fonds (en milliards d'euros)	275
Tableau 18 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en milliards d'euros)	276
Tableau 19 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en %)	276
Tableau 20 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000 (en milliards de GBP).....	277
Tableau 21 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000 (en %).....	277
Tableau 22 – Italie : Actifs sous gestion institutionnelle en Italie 1994-2001 (en milliards d'euros)	278
Tableau 23 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en milliards d'USD).....	278
Tableau 24 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en %)	279
Tableau 25 - Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en milliards d'USD).....	280
Tableau 26 - Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en %)	281
Tableau 27 - Etats-Unis : Détenzione des fonds mutuels par secteur 1990-2001 (en milliards d'USD).....	284
Tableau 28 - Etats-Unis : Détenzione des fonds mutuels par secteur 1990-2001 (en %)	284

Liste des graphiques

Graphique 1 – L'envolée des zinzins : encours sous gestion institutionnelle.....	210
Graphique 2 – Europe : L'évolution des actifs gérés par des OPCVM	212
Graphique 3 – Structure générale des investisseurs institutionnels comme intermédiaires	221
Graphique 4 – Les fonds pension et le contrôle du risque	226
Graphique 5 – Les dimensions théoriquement favorables de la gestion institutionnelle.....	229
Graphique 6 – L'index EuroSTOXX 1998-2002.....	235
Graphique 7 – Rendement obligataire moyen des G7 1990-2002	245
Graphique 8 – Le transfert des créances bancaires vers le marché synonyme de transfert du risque bancaire vers les zinzins...246	
Graphique 9 – Poids des placements auprès d'institutionnels dans les flux de placements financiers globaux des ménages américains 1985-2001	247
Graphique 10 – Les secteurs offrent des couples risques/rendements différents	252
Graphique 11 – États-Unis : Effet de levier à la base de la hausse des rendements sur actions.....	253
Graphique 12 – Éléments des crises financières.....	257
Graphique 13 – Capitalisation du marché de l'indice S&P500 et la performance réelle des entreprises constituant l'indice 1980-2002, dernier point octobre 2002.....	260
Graphique 14 – Ratio prix/revenu P/E10 de l'indice S&P500, historique 1950-2002, dernier point octobre 2002	261
Graphique 15 – France : La structure de la gestion pour compte de tiers	264
Graphique 16 – France : Actifs nets du secteur institutionnel.....	265
Graphique 17 – Allemagne : l'évolution des actifs sous gestion institutionnelle.....	268
Graphique 18 – Allemagne : Développement des flux nets vers les fonds d'investissement publics 1998-2001.....	271
Graphique 19 – Espagne : Actifs sous gestion par IIC, 1991-2001.....	274
Graphique 20 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle : actifs retraite et autres, en milliards d'USD	279
Graphique 21 – Etats-Unis : Détenzione d'actions par investisseurs institutionnels et ménages 1985-2001 (en % du total).....	282
Graphique 22 – Détenzione directe et indirecte d'actions et parts de fonds d'investissement par les ménages.....	282
Graphique 23 – Etats-Unis : Détenzione directe et réelle d'actions par les ménages (en pourcentage du patrimoine financier total)	284
Graphique 24 – Etats-Unis : Détenzione directe et totale de parts en fonds mutuels par les ménages, en % du patrimoine financier total	285
Graphique 25 – Etats-Unis : Evolution des actifs financiers du système retraite, 1991-2001.....	287
Graphique 26 – Etats-Unis : Marché de la retraite 1990-2001, répartition par produit en encours.....	288
Graphique 27 – Etats-Unis : Marché total de retraite, variation annuelle des actifs en %, répartition par produit et total	289
Graphique 28 – Etats-Unis : Les comptes individuels de retraite (IRA), total actifs répartis par secteur gestionnaire (en %)	290
Graphique 29 – Etats-Unis : Actifs détenus dans des IRA, répartition par secteur gestionnaire en USD Mrd.....	291
Graphique 30 – Etats-Unis : IRA sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en USD Mrd)	291
Graphique 31 – Etats-Unis : IRAs sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en %)	292
Graphique 32 – Etats-Unis : Actifs des plans à cotisations définies, croissance annuelle en % et encours fin d'année	293
Graphique 33 – Etats-Unis : Actifs sous gestion OPCVM provenant de plans de retraite à cotisations définies, par types de plans (en USDmrd).....	293
Graphique 34 – Etats-Unis : Variation annuelle en % des actifs financiers 401(k), encours fin d'année	294
Graphique 35 – Etats-Unis : Encours des comptes 401(k) - indice, 1991=100.....	295
Graphique 36 – Etats-Unis : Actifs retraite sous gestion par OPCVM, répartis entre IRAs et Plans CD sponsorisés, encours fin d'année.....	296
Graphique 37 – Etats-Unis : Actifs financiers dédiés à la retraite sous gestion OPCVM (en % des actifs totaux et en % du PIB) 297	
Graphique 38 – L'évolution du titre Lycos Europe depuis son OPA.....	300

Ce rapport s'appuie sur une série d'entretiens d'experts :

- *E. Phillip Davis, Professeur d'économie à l'université de Brunel, London*
- *Jean Marc Delion, Chef du service de la gestion et de l'épargne, COB*
- *Matthew Browne, Chargé de recherche « The Policy Network », London*
- *Jean François Bay, Délégué général de l'Association Française des Investisseurs Institutionnels*
- *Michel Aglietta, Conseiller scientifique au CEPII et membre du CAE*
- *David Blake, Professeur d'économie financière à Birkbeck College, London*
- *Dominique Plihon, Professeur d'économie à l'université Paris Nord*

Résumé-conclusion

Contexte, méthode et objectifs

Dans quasiment toutes les économies avancées le débat sur les retraites est très vif. Le gouvernement social-démocrate allemand a déjà introduit en 2001 un système de retraite par capitalisation complémentaire et facultatif, en conjonction avec une réforme du système par répartition existant afin d'éviter une crise du financement des retraites. Dans les autres pays, les régulations de l'allocation des investissements des fonds pension ont été assouplies. Quel est l'impact du renforcement du poids des investisseurs institutionnels (zinzins) sur les marchés financiers et sur le financement de l'activité économique, et bien sûr, sur l'avenir des retraites ? On découvrira que les implications résultantes sont souvent très complexes et ambiguës. L'expérience des années 1990 offre des indications importantes sur le rôle des zinzins dans le système financier et au niveau macro-économique, et surtout sur la nature du lien qu'ils établissent entre l'épargne dédiée à la retraite et les marchés financiers.

Ce travail s'inscrit dans la perspective annoncée par les pouvoirs publics d'une réforme du système de retraite français, avec l'introduction d'un pilier par capitalisation complémentaire de la répartition. Dans ce rapport nous ne discutons pas les questions d'équilibres financiers du système de retraite par répartition. Nous ne portons aucun jugement en soi sur la nécessité d'introduire en France une retraite par capitalisation pour assurer les revenus, et donc le niveau de vie. En ce sens notre travail ne s'inscrit pas dans le débat capitalisation/ répartition, même si à notre avis celui ci est loin d'être tranché. Par définition, l'introduction de la capitalisation dans la retraite, sous la forme de fonds pension ou via d'autres types de placements financiers (assurance vie, comptes de retraite individuels), implique l'introduction de plusieurs types de risques financiers dans les revenus des générations de futurs retraités. L'étude de séries boursières longues montre qu'il est possible que la bourse soit entrée dans une phase de déprime durable (cf. Japon), ce qui soulève des questions importantes sur l'insuffisance potentielle des ressources dédiées à la retraite dans des économies avec forte composante de capitalisation.

Toutefois nous prenons **l'avènement prochain de la capitalisation en France comme une donnée et essayons juste à la lumière des expériences anglo-saxonnes des fonds de pension, mais aussi via l'étude des nos structures européennes et françaises d'intermédiation institutionnelle, d'éclairer le débat sur la régulation nécessaire de l'intermédiation institutionnelle et sur la nature souhaitable des fonds de pension.**

Ce rapport mène une analyse approfondie du rôle des zinzins dans le système financier : **la montée en puissance des zinzins a changé la donne financière d'une façon qui offre des avantages, mais qui crée aussi des risques nouveaux.** Pour plusieurs raisons, nous considérons que ce bilan entre risques et avantages est un point de passage obligé en ce qui concerne la discussion du rôle futur des fonds pension et de la retraite par capitalisation en France.

La première section décrit la montée en puissance des acteurs et s'attache à analyser leur diversité et à mettre en lumière les apports de la gestion institutionnelle par rapport aux fonctions de base du système financier. La seconde section étudie les risques liés, tant au niveau de la préservation de l'épargne des ménages, du fonctionnement des marchés, de la stabilité financière et de l'équilibre macroéconomique au sens large. Enfin dans une troisième section très descriptive nous présentons les spécificités nationales des principaux pays européens, ainsi qu'un coup de projecteur sur le système de retraite par capitalisation aux Etats-Unis.

Résumé de l'étude

Les zinzins ont crû grâce à la concomitance de plusieurs facteurs. Une demande des épargnants pour des rendements élevés dans un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, le besoin des gouvernements de drainer une épargne importante pour financer leurs déficits publics au début des années 1990, le développement de la finance de marchés, expression de la volonté des législateurs de développer une épargne longue, vecteur de stabilité des fonds propres des entreprises. Surtout la montée de l'industrie institutionnelle tout au long des années 1990 est en grande part due à l'expansion de ce qu'on peut appeler « l'industrie épargne-retraite ». Celle-ci c'est développée en remplacement ou de façon complémentaire aux systèmes publics de retraite par répartition soit en raison de choix politiques ou de choix des épargnants individuels. Il faut rappeler que les systèmes par répartition sont sous pressions financières, et donc politiques, en raisons d'évolutions démographiques défavorables dans les économies avancées.

La montée en puissance des zinzins s'explique aussi par leurs avantages comparatifs vis à vis des banques au regard d'aspects centraux de l'intermédiation financière dans les économies de marchés de capitaux que nous étudierons : France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Espagne et Etats-Unis. Notamment, leur montée peut renforcer la liquidité et la transparence des marchés financiers.

Une diversité d'acteurs et de situations nationales: les organismes de placements collectifs, les assureurs vies, les supports d'épargne salariale, les fonds de pension sont autant de véhicules d'épargne totalement différents, avec des objectifs divergents, des stratégies de placements différentes qu'il convient d'analyser séparément. Bien sûr, selon les pays, certains acteurs sont plus ou moins importants que d'autres.

Les questions les plus importantes sur la capitalisation concernent la régulation des rendements et la sécurité de l'épargne concernée. Il convient de souligner ici que **l'objectif fondamental des fonds pension est d'assurer un rendement sur les fonds épargnés qui soit au moins égal mais si possible supérieur à la croissance du niveau de prix afin d'assurer les revenus complémentaires des retraités**. En bref, ceci est l'engagement à long terme des fonds pension. Un fond de pension est un mécanisme d'épargne collective (même si les droits amassés le sont à titre individuel), qui doit maintenir, et si possible accroître, des ressources destinées à financer la retraite. Pour cela il effectue des arbitrages d'investissement via l'achat d'actifs financiers.

Comme on le verra, dans certains cas, cet objectif n'est pas automatique, notamment pour les fonds de pension dits à « cotisations définies ». Ici, les prestations ne correspondent pas à une norme prédéfinie ; le revenu futur n'est pas assuré mais déterminé totalement par les placements sous-jacents du fond ; c'est à dire qu'il n'y a aucune garantie de rendements ni même sur le capital initial¹. Le risque financier est entièrement supporté par l'épargnant. Bien sûr il existe des exceptions à cette règle. La plus notable étant le système à cotisations définies danois, à rendements garantis et géré en assurance vie collective.

L'analyse développée dans ce rapport nous permet d'affirmer que **l'objectif de base de la réglementation doit être d'éviter que les fonds pension se convertissent en des véhicules de spéculation, soit individuelle de la part des épargnants, soit institutionnelle de la part des gestionnaires des fonds**. Certes, l'introduction de la capitalisation dans la retraite implique l'apparition de risques financiers, difficile à éviter ; mais la structure et la gestion des fonds

¹ Nous allons analyser les fonds pension à cotisation définie plus à fond dans le chapitre 1.

doivent contribuer à une minimisation de l'accumulation de risque. En outre, la minimisation des biais spéculatifs est aussi désirable du point de vue économique au sens large.

Les apports des zinzins sont significatifs. Les zinzins ont clairement démocratisé l'accès aux marchés financiers et à la diversification des risques de portefeuille, en offrant l'expertise d'équipe de gestion. C'est en partie parce que les coûts de participation aux marchés financiers modernes et complexes sont élevés que ce type d'intermédiation s'est développé. Ils ont aussi favorisé une plus grande prise de risque dans le financement de l'économie en drainant une part croissante de l'épargne vers des actifs risqués, ce faisant stimulant une épargne plus entrepreneuriale au sens keynésien (voir le rapport BIPE : « Radiographie du patrimoine financier des ménages résidant en France »). Ils ont aussi assuré une hausse de la liquidité des marchés (i.e. une baisse des primes de risques de liquidités) et de plus ils ont abaissé les coûts de négociation des grandes entreprises grâce aux grandes masses traitées.

En même temps, l'influence des zinzins sur le système financier n'est pas sans ambiguïté. Le passé récent nous a donné suffisamment d'exemples où l'intermédiation institutionnelle, loin d'agir comme un facteur stabilisateur des marchés financiers, en a au contraire renforcé la volatilité. De plus, on a des exemples récents où les zinzins n'ont pas assuré leur fonction première de protection des fonds des épargnants. On pense à la crise actuelle des fonds pension aux Etats-Unis ou aux difficultés traversées par le secteur des assurances en Allemagne. On peut de plus avancer que les zinzins ont joué un rôle central au cours des diverses étapes de la formation de la bulle boursière récente. Ceci découle, comme on le verra, du fait que les zinzins renforcent de par leur poids et leurs comportements les aspects moutonniers sur les marchés financiers, qui, in fine, peuvent avoir des effets déstabilisants sur l'économie.

C'est pourquoi les problématiques de régulation sont plus que jamais à l'ordre du jour. **La question est : comment sauvegarder les apports de la gestion institutionnelle qui mobilisent des ressources financières importantes pour l'économie réelle sans ouvrir la porte à la déstabilisation financière et économique et à la destruction patrimoniale ?**

La gouvernance en question. Les zinzins sont aussi censés entraîner un meilleur contrôle et une plus grande transparence dans la gestion des entreprises. A l'heure d'Enron, il ne faut pas oublier les scandales du capitalisme de copinage et de conflits d'intérêts liés aux participations directes des grandes banques nipponnes dans le capital des groupes industriels qui favorisaient un certain laxisme dans l'octroi des prêts... Mais bien sûr il ne faut pas non plus tomber dans l'illusion de la gouvernance d'entreprise, car l'épisode Enron a clairement démontré les failles du système. **Il convient dans le cadre de la finance moderne d'améliorer la transparence des comptes d'entreprises mais il ne faut pas perdre de vue que les problèmes d'asymétrie d'informations entre managers et financiers resteront au cœur de la relation financière.**

Risques sur la préservation des retraites, et plus généralement de l'épargne des ménages :

- Plus généralement, il y a **un risque de mauvaise information des épargnants sur la nature des risques encourus**, qui parfois a favorisé une trop grande prise de risque (cf. rapport Sandler au Royaume-Uni).
- Plus grande prise de risque dans les plans ou l'allocation d'actifs est basée sur les choix individuels plutôt que sur des plans collectifs, les ménages cherchant à maximiser leur revenu futur en minimisant leur contribution présente. Etant données les contraintes de liquidités auxquelles les ménages sont soumis, la maximisation de la consommation présente peut amener à minimiser les flux d'épargne, surtout si les rendements de certains produits assurent une croissance satisfaisante du patrimoine financier. Cet effet de dérive vers une prise excessive des risques (pas toujours consciente), est clairement visible lorsqu'on compare les structures de placement des portefeuilles des fonds de pension à prestations définies (où le risque est supporté par les sponsors) et à cotisations définies aux Etats-Unis (où le risque est supporté par l'épargnant final). Il apparaît que les seconds sont

plus risqués en termes de structures des actifs.

Risques de mauvaise diversification du risque :

- dans le cadre des plans d'épargne entreprise investis dans l'entreprise. En France on estime que 50% des plans d'épargne salariaux sont placés en titres de l'entreprise, avec les risques évidents de mauvaise diversification du risque. La disparition de l'épargne retraite des salariés d'ENRON fait ici figure d'emblème ;
- liés à la gestion elle-même, cf. point suivant.

Risques liés à la gestion: Nous avons étudié de près les stratégies de gestion des différents zinzins, et notamment nous avons tenté de comprendre pourquoi la recherche du rendement maximal (et donc avec son corollaire de risque) prime le plus souvent.

- Lorsqu'ils agissent dans un environnement concurrentiel, les **zinzins doivent assurer un rendement supérieur ou égal à leurs concurrents**. Cela les pousse à adopter des **comportements moutonniers ou mimétiques**, avec des effets déstabilisants vue la concentration des capitaux en cause qui peuvent mener à des crises financières.
- De plus les zinzins adoptent une rotation élevée de leurs placements pour réaliser leurs plus-values, et ce faisant ne jouent pas forcément leur rôle de stabilisateurs d'une épargne longue, favorable à la mise en place de stratégies de long terme des entreprises. Enfin ces comportements de courte vue renforcent la volatilité des marchés.
- Cela les pousse aussi à investir dans des secteurs à forte croissance des prix des actifs, même lorsque ceux ci sont notoirement sur évalués. Dans un environnement concurrentiel, il vaut mieux pour un gérant avoir tort avec les autres aujourd'hui, qu'avoir raison seul mais dans le moyen terme. Au total certains secteurs à croissance lente mais stable se sont vus délaissés pendant la bulle de la nouvelle économie, ce qui est clairement sous optimal du point de vue macro-économique.

Risque de déséquilibres liés aux exigences de ROE à 15%. Comme le souligne M. Aglietta, la théorie financière de l'équilibre nous dit que dans le long terme le rendement du capital doit être égal au coût d'opportunité des fonds propres. Dès lors vouloir introduire un surcroît de rentabilité est déséquilibrant. Cela n'est possible que dans le cas de progrès technologique massif, qu'il ne faut pas toutefois surestimer comme lors de la bulle de la nouvelle économie...

Montée de l'endettement. Pour atteindre ces objectifs d'accroissements significatifs de leur rentabilité sur fonds propres les firmes ont donc accru leur endettement de façon massive, soutenues en cela par une politique monétaire accommodante. Bien sûr, les risques de bilans des entreprises sont importants, car leur résolution pèse sur la dynamique d'investissement et donc sur la croissance économique.

Risques de sous-capitalisation des fonds de pension. Lors de la phase de hausse spectaculaire des cours boursiers jusqu'en mars 2000, les fonds de pension à prestations définies, ont vu les flux nouveaux capitalisés se tarir face à la hausse automatique des encours d'actifs due aux revalorisations significatives des actifs déjà détenus. On parlait à l'époque de surcapitalisation des fonds ! Avec la phase de baisse des cours enregistrée depuis lors, des sous-capitalisations importantes sont apparues. Aux Etats-Unis, les fonds à prestations définies sont majoritaires (66% des encours gérés par les fonds de pension), et l'on comprend mieux pourquoi les entreprises doivent à présent provisionner pour recapitaliser leur fonds de pension privés.

Quelles régulations pour le cas français ?

Le cas français a ses spécificités.

Les zinzins jouent déjà un rôle considérable en France dans la gestion de l'épargne des ménages. En effet, si l'on somme les encours d'OPCVM (hors marché monétaire), d'assurance vie et d'épargne salariale on parvient à 46% du patrimoine financier des ménages.

Toutefois l'absence de fonds de pension biaise vers le court terme les horizons des placements de l'intermédiation institutionnelle française, comme le souligne Jean Marc Delion. Les OPCVM ne sont pas des contrats de long terme. L'épargne salariale est détenue en moyenne pour une durée inférieure à 5 ans, l'assurance vie est détenue pour une durée moyenne de l'ordre de 11 ans soit moitié moins qu'au Royaume-Uni. Pour bénéficier des avantages fiscaux le PEA doit être détenu pour une période minimale de 5 ans, ce qui est relativement court.

Comme le soulignent Phillip Davis, l'avènement des fonds de pension en France permettrait un allongement des horizons d'épargne et donc de placements par essence. Mais attention aux effets de second rang : aux Etats-Unis la grande majorité des fonds de pension confient la gestion de leur épargne à des sociétés de gestion, dont ils évaluent la performance sur des bases temporelles courtes, réintroduisant de fait des comportements « court termistes » dans la gestion.

Les régulations transversales à l'ensemble de l'industrie institutionnelle :

- Mieux communiquer auprès des épargnants sur la nature des risques encourus.
- Imposer une diversification du portefeuille des fonds investis, notamment dans le cas de l'épargne salariale.
- Limiter les classes d'actifs autorisées (cf. dérivés de crédits qui introduisent des contraintes de liquidités pour des agents gérant des engagements de long terme, notamment les assureurs vie).
- Améliorer la transparence et la fiabilité des comptes d'entreprises (problématique transnationale).

Les régulations propres aux Fonds de pension à la française. Les régulations assez restrictives ci dessous ne s'appliquent qu'aux fonds de pension, aidés par les pouvoirs publics, qui visent à préserver les retraites. Pour les autres produits d'épargne, sous la condition de la mise en place des régulations sus-mentionnées, loin de nous l'idée de limiter le libre arbitre des épargnants.

- Limiter les arbitrages individuels des épargnants, qui individuellement tendent à maximiser le rendement, donc le risque, afin de minimiser les cotisations présentes pour maximiser leur consommation présente.
- A cotisations définies. Il faut limiter la palette de rendements potentiels, en imposant un plafond aux rendements proposés. L'exemple du fonds de pension danois, à cotisations définies, mais à rendement minimum garanti géré en assurance vie collective est ici essentiel.²

² Revue de L'AFPEN, N 18, « Le système de retraite du Danemark », Janvier 2003.

- A prestations définies. Il convient dès lors d'assurer la stabilité des versements quelque soit l'évolution des prix des actifs, pour éviter les problématiques de sous capitalisation rencontrées par ce type de fonds aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. De plus il vaut mieux proposer des rendements obligatoires bas avec des primes éventuelles.
- Classes d'actifs limitées (cf. dérivatives de crédit, OPCVM risqués).
- En cas de gestion déléguée, qui permet de diversifier le risque gérant, allonger la durée des mandats de gestion (4 ans?) afin de limiter le biais de courte vue et la course aux rendements via des attitudes spéculatives des prestataires de services de gestion.
- Gestion déléguée dans les limites imposées par la régulation des classes d'actifs autorisés.
- Assurer la portabilité des plans de retraites capitalisés entre entreprises. Le système doit donc être homogène, avec une superstructure commune dans l'hypothèse d'une multitude de fonds de pension (à l'intérieur des entreprises).
- Il nous semble qu'un système avec sorties majoritairement en rente est ici plus adapté. On pourrait concevoir comme au Royaume-Uni, des sorties partielles en capital (25%).

Chapitre 1

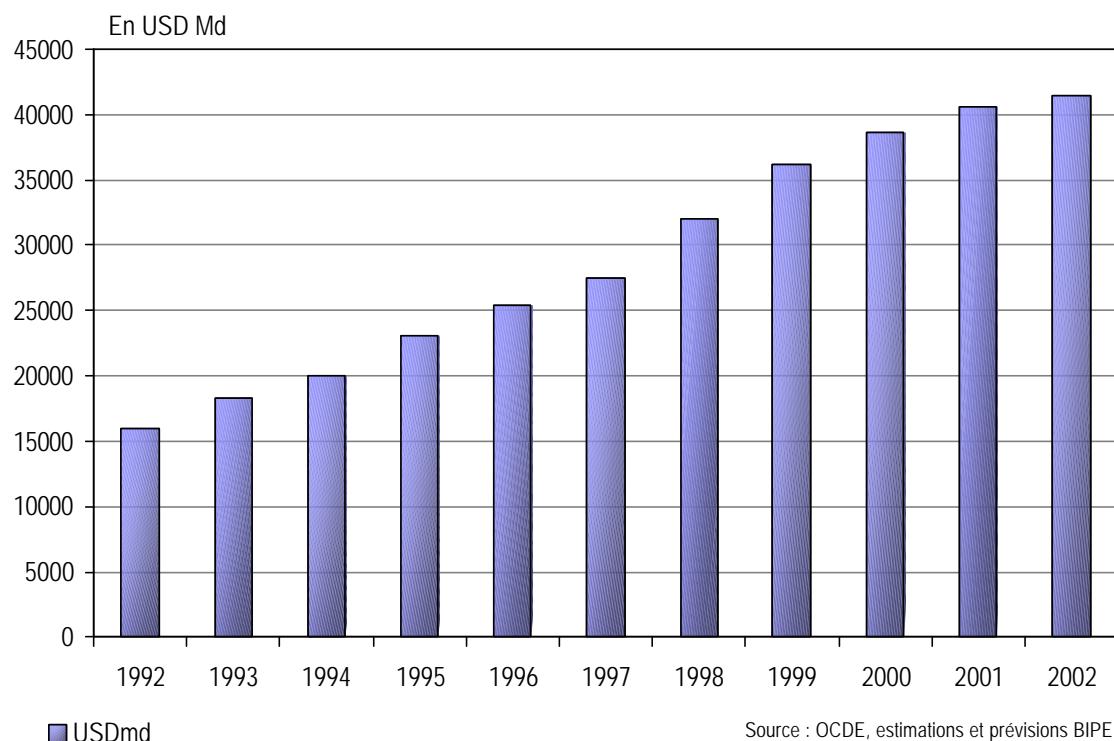
Les acteurs en question

1 La montée en puissance des zinzins

Des acteurs centraux de la globalisation financière. L'une des évolutions centrales de l'architecture financière internationale des deux dernières décennies est sans doute l'émergence de marchés de capitaux de plus en plus intégrés au niveau global : la fameuse globalisation financière. Ces marchés internationaux sont devenus la source centrale de financement des entreprises – ce qu'on peut appeler la « marchéisation » du financement – et le canal privilégié des flux internationaux d'investissement qui s'inscrivent eux-mêmes en accélération tendancielle.

En parallèle de la globalisation, on peut observer un changement important de la nature de l'intermédiation financière³. D'une structure longtemps largement dominée par le secteur bancaire, les 20 années ont été le théâtre d'une concentration croissante de la détention d'actifs financiers dans les mains des « investisseurs institutionnels ». Du coup, les investisseurs institutionnels sont aussi devenus des acteurs importants dans l'évolution des marchés financiers aux niveaux domestique et international. Leur stratégies de placement, leur modes d'évaluation des actifs financiers, leurs innovations techniques, leurs perceptions de la conjoncture économique et politique etc. ont des influences décisives sur l'évolution du système financier, et de l'économie au sens large.

Graphique 1 – L'envolée des zinzins : encours sous gestion institutionnelle



³ Par « nature d'intermédiation » on entend ici la gamme d'institutions et d'organismes financiers qui agissent comme des « apporteurs » de l'épargne aux marchés financiers et qui gèrent les risques liés aux investissements et crédits.

Un poids central dans la gestion de l'épargne des ménages. En outre, le patrimoine financier des ménages est en train d'être de plus en plus « institutionnalisé », c.-à-d. parmi les classes de placements financiers des ménages, l'épargne institutionnelle (placements dans des fonds pension, assurance-vie et OPCVM) a augmenté tandis que les dépôts bancaires diminuaient d'autant. Les investisseurs institutionnels sont donc de plus en plus responsables pour la gestion quotidienne d'une part croissante du patrimoine financier des ménages.

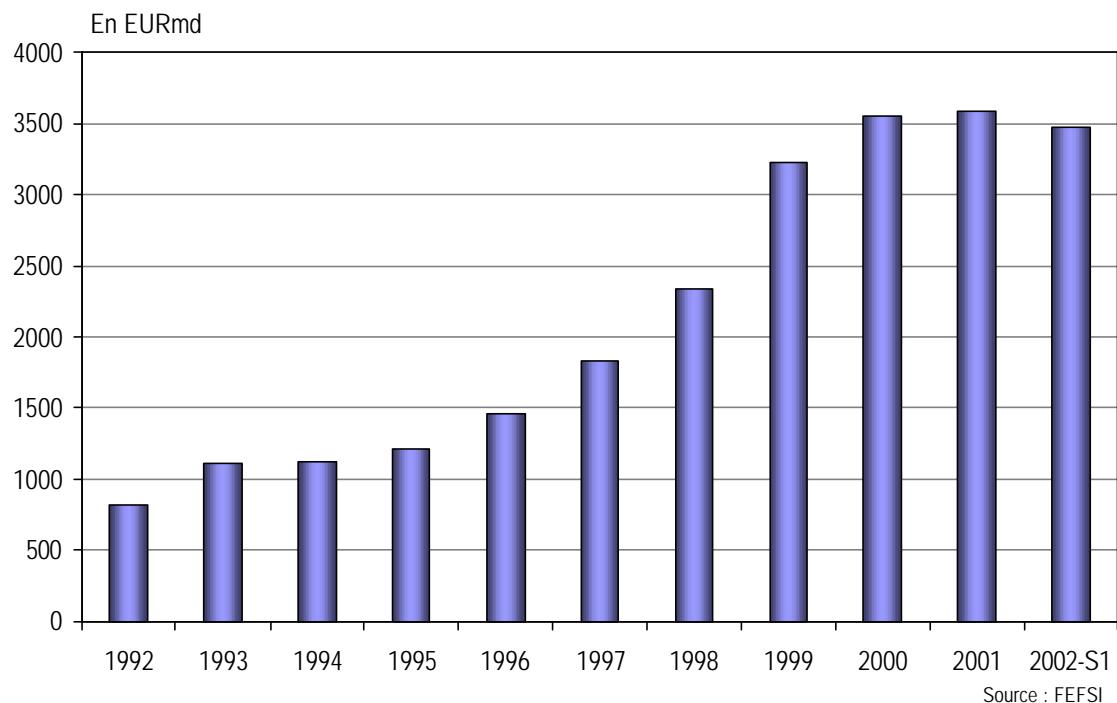
80% des transactions boursières entre leur mains. Afin de fournir une première idée de l'importance des zinzins quelques chiffres clef sont utiles. Selon l'OCDE, le montant total d'actifs financiers sous gestion institutionnelle dans les Etats membres a augmenté fortement, pour atteindre (en montant absolu) environ 118% du PIB mondial en 1999. En conséquence du niveau des actifs gérés, le poids des investisseurs institutionnels dans les transactions sur les marchés de capitaux a logiquement augmenté. On estime que les investisseurs institutionnels sont responsables pour environ 80% des transactions boursières. Face à un tel poids il semble difficile d'aller à contre courant, c.-à-d. de faire des « paris » d'investissement opposés à ceux de ces grands organismes d'investissement. En d'autres termes, les investisseurs institutionnels bénéficient d'une concentration du pouvoir financier impressionnante. Nous étudions ce point, et les conséquences potentielles des comportements mimétiques des zinzins plus en détail dans la section 1.2.4. du chapitre 2.

1.1 L'exemple des OPCVM : un décollage impressionnant en Europe

Si au niveau global l'évolution des actifs sous gestion institutionnelle est impressionnante, au cours de la décennie récente l'exemple européen est encore plus frappant, surtout si on regarde d'abord les Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) auxquels on se réfère souvent sous la terminologie de « fonds d'investissement ». Tout au long des années 1990, le développement des OPCVM en Europe a été très rapide. Les actifs financiers sous gestion par des OPCVM ont augmenté de 814 milliards d'euros en 1992 à 3586 milliards fin 2001, ce qu'implique un taux de croissance annuelle moyen de 18% ! Pour donner une idée plus précise de la taille de ces fonds, fin 2001 les actifs gérés par des OPCVM représentaient 53% du PIB de la zone euro (après l'élargissement à la Grèce).

L'accès à l'expertise boursière pour les ménages. Une autre observation qu'on peut faire ici est que la montée rapide des OPCVM est certainement un reflet de l'intérêt croissant des ménages pour des véhicules d'épargne et d'investissement de rendement potentiellement plus haut à court terme que les produits bancaires traditionnels⁴. Grâce à une longue phase haussière des marchés boursiers en Europe et Etats-Unis pendant les années 1990, l'industrie des OPCVM a offert aux ménages l'opportunité de lier leur épargne plus étroitement aux évolutions des marchés financiers.

⁴ On verra plus en avant que les principaux détenteurs des OPCVM en Europe et aux Etats-Unis sont les ménages (cad au sens de la comptabilité nationale, le secteur 14).

Graphique 2 – Europe : L'évolution des actifs gérés par des OPCVM

Portés par l'envolée boursière. En général, l'évolution des encours d'OPCVM est le reflet des deux composantes principales ; les flux nets vers ces fonds (les achats des parts moins les ventes) et les revalorisations des prix de marché des titres détenus. Même si les flux nets vers les OPCVM ont été soutenus sur la période 1997-2000, c'est plutôt l'envolée de la valeur des titres mobiliers qui a fait accélérer la croissance des encours totaux. On estime qu'environ 60% de la croissance des encours sous gestion entre 1997 et 2000 est attribuable aux valorisations boursières. Après l'éclatement de la bulle boursière depuis mars 2000, l'année 2001 fut une année de stagnation des encours d'actifs. Les fonds gérés ont commencé à diminuer au premier semestre de 2002.

1.2 Les raisons principales de la montée des zinzins

Les raisons pour la montée des zinzins se retrouvent dans **une conjonction de facteurs démographiques, économiques et réglementaires**.

Un environnement financier de baisses des taux d'intérêt. En général, le coût du capital a enregistré un déclin au cours des années 1990, en raison des baisses de taux d'intérêt liés au reflux de l'inflation et à l'Union monétaire en Europe. Des techniques financières innovatrices telles que les produits dérivés, et l'amélioration des moyens de communications ont aussi contribué à la baisse du coût du capital. Dans ce contexte, le rôle des zinzins dans le financement de l'économie a augmenté fortement, particulièrement vis à vis des banques. Les ménages ont cherché des véhicules alternatifs aux produits de taux, aux rendements en reflux, et traditionnellement gérés par les banques.

La dérégulation et la libéralisation des marchés financiers des deux dernières décennies ont aussi facilité l'évolution de l'industrie financière institutionnelle. Les flux de capitaux internationaux qui ont suivi la libéralisation sont souvent gérés par des institutions, étant donné

leurs capacités d'information, d'organisation, et leur accès aux marchés etc. Autrement dit, les investisseurs institutionnels ont des capacités pour profiter de la libéralisation des marchés internationaux supérieures à celles des investisseurs individuels. Nous y reviendrons dans notre discussion des apports de la gestion institutionnelle.

La dérégulation a donné une autre impulsion favorable aux zinzins. Ils ont été créés en partie pour drainer une épargne longue en vue de financer les déficits publics à moindres coûts (Cf création d'une fiscalité avantageuse en France sur l'assurance vie), mais aussi en vue de stimuler une épargne longue dirigée vers les cautions en vue de stabiliser les fonds propres des sociétés. De ce point de vue, les nouveaux intermédiaires financiers satisfont les besoins des entreprises pour des fonds de financement via les marchés.

En Europe, le projet d'achever un marché intégré des services financiers (inclus dans le programme du marché unique) fut un soutien au développement des zinzins.

Ils ont tiré parti de, voire stimulé, la demande de produits d'épargne retraite de la part des ménages. Le vieillissement des populations des économies avancées a soulevé des problèmes déséquilibres financiers potentiels et graves pour les systèmes de retraite par répartition. La solution adoptée par de nombreux pays fut de renforcer l'épargne retraite par capitalisation ou d'installer d'autres incitations pour l'épargne individuelle. On peut aussi argumenter qu'avec le temps et un niveau de patrimoine accumulé généralement élevé, les publics européens et américains sont devenus moins averses au risque d'investissement ; en conséquence, la demande pour des produits et véhicules d'investissement tels que les OPCVM a augmenté.

Le vieillissement de la population des pays OCDE. D'abord, le vieillissement de la population dans les économies avancées correspond naturellement à une montée générale du poids des patrimoines financiers. En soi, ceci n'explique pas entièrement le fait que les zinzins aient capturé une part croissante des flux financiers et de la gestion de ces actifs. Mais le niveau élevé général de richesse financière ouvre la possibilité à d'autres intermédiaires financiers que les banques, de trouver un marché pour leur services.

Le vieillissement de la population, une menace pour les systèmes par répartition. Les aspects du vieillissement de la population les plus immédiatement liés à la montée des zinzins, sont les problèmes potentiels des systèmes de retraite par répartition. L'augmentation du nombre de retraités par rapport à la population active soumet ces systèmes à des pressions financières. En raison de ces évolutions probables, les gouvernements qui cherchent à maintenir la solvabilité de long terme des systèmes de retraite face au vieillissement des populations, ont eu une incitation forte à stimuler l'épargne contractuelle pour augmenter les ressources financières dédiées au maintien des revenus des retraités. Nous prenons ici ce point comme un fait, sans entrer dans le débat concernant la solvabilité réelle des systèmes par répartition.

Des réponses disparates aux pressions démographiques sur les systèmes de retraites selon les pays Cette conjonction entre pressions démographiques et changements d'orientation politique et réglementaire est variable dans les pays étudiés dans ce rapport. Dans les pays avec des régimes de retraite publiques moins généreux⁵, on voit souvent une épargne retraite ou de long terme plus élevée (Etats-Unis, Royaume-Uni) et une industrie financière liée très développée. *Dans les contextes économiques à moindre « patrimoine social », l'incitation à épargner pour la retraite via des institutions est plus forte.* Par contre, en Allemagne, France,

⁵ En terme du taux de remplacement des revenus d'activité par les retraites.

Italie et Espagne, où l'on trouve des systèmes de protection sociale traditionnellement plus développés, l'industrie des zinzins gérant explicitement de l'épargne retraite est moins développée, même s'il y a une demande pour des produits de placement de plus long terme, surtout sous la forme des contrats d'assurance vie.

Par contre, avec un niveau de richesse financière en croissance, ces derniers pays ont connu aussi une demande pour des produits d'épargne et placements plus rentables que les produits bancaires traditionnels, ce qui explique en partie le décollage impressionnant des OPCVM en Europe. De ce point de vue, l'industrie s'est développé pour satisfaire une demande des ménages pour des services financiers plus avancées que ce que peuvent offrir les banques. Mais, comme on verra, *l'industrie a aussi contribué à structurer cette demande.*

Un cadre conjoncturel boursier très favorable. La longue montée des marchés boursiers des années 1990 a gonflé la croissance des actifs sous gestion institutionnelle. Cette vague a fortement gonflé les valeurs nominales détenues et gérées par les zinzins. Le problème est que ceci est un phénomène potentiellement transitoire ; le déclin des valeurs boursières depuis mars 2002 démontre que les capitaux institutionnels ne croissent pas de façon inexorable, mais sont aussi sujets à des reflux.

Pour reprendre l'exemple des OPCVM, la montée des marchés boursiers vers la fin des années 1990 leur a donné un avantage comparatif pour capter une part de plus en plus importante de l'épargne des ménages. La bulle boursière a offert des rendements suffisamment élevés pour que les OPCVM puissent concurrencer les autres placements, notamment les dépôts bancaires. Le même effet est notable pour les autres supports institutionnels tels que les fonds pension et l'assurance-vie. Etant donné la pression sur le rendement financier des placements traditionnels de ces deux derniers⁶, les placements de l'industrie ont été partiellement dérégulé. Par conséquent, ces établissements ont en général augmenté la part de leurs placements en titres boursiers pendant la période 1995-2000. Suite à ces restructurations des placements, on a vu les capitaux des fonds pension et la solvabilité des assureurs souffrir avec la baisse des indices boursiers depuis mars 2000.

⁶ Les obligations et les crédits. Le rendement financier de ces classes d'actifs a diminué en raison du déclin du niveau général des taux d'intérêt.

2 Qui sont les zinzins ?

Une typologie des acteurs

Un focus sur l'industrie de l'épargne retraite ou liée. Dans ce rapport, nous nous référons principalement aux investisseurs institutionnels comme des compagnies d'assurance (et surtout les assureurs-vie), fonds de pension et sociétés d'investissement qui collectent l'épargne et fournissent ces fonds aux marchés financiers. D'autres formes de capitaux institutionnels existent, surtout sous la forme de compagnies privés d'investissement qui réunissent des groupes de financiers (par exemple les « venture capitalists » ou des « hedge funds⁷ »). Mais les catégories principales retenues ici sont celles qui sont représentatives de l'industrie « old-age provision » ou « l'industrie épargne-retraite » (c.-a.d. qu'ils répondent aux pressions démographiques des économies occidentales). Ils sont aussi des intermédiaires plus importants en termes de la canalisation de l'épargne des ménages vers les entreprises que les autres catégories de capitaux institutionnels. Au total, cette définition permet d'identifier les rôles intermédiaires et fiduciaires des classes principales d'investisseurs institutionnels.

Trois types majeurs d'acteurs avec des profils risque/rendement très variés. Les trois catégories principales d'investisseurs institutionnels remplissent ces rôles de façons différentes. Les différences principales entre les types d'investisseurs institutionnels dépendent de la relation contractuelle entre le propriétaire principal des capitaux (l'épargnant) et les professionnels qui gèrent cette épargne dédiée. Cette relation détermine la distribution du couple risque/rendement entre l'épargnant et le gestionnaire. La deuxième caractéristique fondamentale est le profil de risque-rentabilité implicite dans les stratégies de placement. Les deux sont étroitement liés : en général, plus le risque est supporté par l'épargnant, plus élevé est le profil risque-rendement.

Les investisseurs institutionnels sont devenus des gardiens importants du patrimoine financier des ménages et des autres secteurs de l'économie. Avec l'introduction de doses de capitalisation dans les systèmes de retraite, cet aspect devient de plus en plus important. On peut donc s'interroger : jusqu'où les investisseurs institutionnels doivent-ils être responsables pour les pertes éventuelles en capital ? Quelle répartition du risque entre épargnant/investisseur et organisme gestionnaire des fonds. Comme on le verra par la suite, il y a des réponses diverses à cette question.

De ces remarques préliminaires on arrive à deux classifications des investisseurs institutionnels selon :

- **la diversité des stratégies de placement ou d'investissement** ; ou autrement dit les différences de profils risque/rendement et,
- la répartition du risque/rendement entre épargnant/investisseur final et l'organisme gestionnaire.

⁷ institutions avec des buts plutôt spéculatifs.

2.1 Les zinzins selon la diversité des stratégies de placements et la répartition du risque

2.1.1 *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières - OPCVM*

Des activités de détaillant et de grossiste. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ou les fonds mutuels d'investissement sont des véhicules d'investissement qui visent principalement des investisseurs particuliers – petits ou grands – ou d'autres investisseurs institutionnels, compagnies d'assurance, banques etc. Une des fonctions de plus en plus importantes des fonds d'investissement et autres entreprises de gestion d'actifs est d'être des prestataires de services de gestion aux fonds de pension et assureurs via mandats. C'est le phénomène de ré-intermédiation.

Des offres variées. En termes de structure du secteur et de palette des produits, l'offre de ces véhicules d'investissement est vraiment variée. Au niveau international on peut distinguer entre trois catégories principales de fonds d'investissement ou OPCVM, les Sociétés d'investissement au capital variable (SICAV ; en anglais « open ended funds »), les Sociétés d'investissement au capital fixe (SICAF ; ang. « closed-end funds ») et les « unit trusts ». Cette classification concerne plutôt les conditions de vente des parts des fonds que les stratégies d'investissement sous-jacentes⁸. En France, et en Europe en général, les SICAV sont les fonds d'investissement prédominants (les SICAF et « unit trusts » sont plutôt présents aux Etats-Unis et au Royaume-Uni). Les fonds de fonds se répandent vite en Europe et aux Etats-Unis, et ils permettent de diversifier le « risque gérant », en allouant le capital entre plusieurs gestionnaires d'actifs. En Allemagne, les « Spezialfonds » sont ouverts uniquement à d'autres institutions financières contrairement aux autres fonds de fonds qui ciblent les particuliers et les autres zinzins.

Différents types de fonds. Les OPCVM peuvent se diviser en quatre catégories générales selon la caractéristique des placements :

- les fonds du marché monétaire : ce sont des fonds qui sont principalement investis dans des titres de dette de court terme, c'est à dire avec une maturation de moins de douze mois. Les fonds du marché monétaire sont considérés comme parmi les moins risqués des OPCVM ;
- les fonds actions, qui sont devenus très populaires au cours des années 1990. Ici, le profil risque/rendement est en général le plus élevé, mais aussi très varié selon les stratégies de placement. Par exemple pour les fonds dits de « croissance agressive » il y a une tendance vers les placements dans des catégories de titres à haute volatilité. On voit aussi des fonds qui sont concentré dans des secteurs économiques (fonds technologie) ou géographiques (fonds économies émergentes, asiatiques ou américaines). Une autre distinction peut se faire entre les fonds de gestion active, passive ou indexée (ces derniers étant construits afin d'être représentatifs du marché concerné en achetant un panier de sociétés identique à celui constitutif de l'indice du marché de référence) ;
- les fonds obligataires sont des fonds investis dans des titres de dette (obligations) des entreprises ou, plus souvent des administrations publiques. Dans le dernier cas, en raison

⁸ Les SICAV s'apparentent à un marché « primaire » en miniature ; les capitaux des fonds sont variables et dépendent des entrées et sorties continues de souscriptions. Les fonds à capital fixe (SICAF) offrent un nombre d'actions du fond fixe qui sont négociées sur un marché « secondaire » : les ventes et achats ne font pas varier le capital du fond ; ce dernier dépend uniquement de la valeur des investissements sous-jacents. Cela dit, les propriétés de ce type de fond est similaires au SICAV de au regard de ses implications économiques, même si les SICAF ne sont pas obligé de vendre des titres sous-jacents pour rembourser les souscripteurs. C'est le souscripteur qui doit trouver un acheteur comme si il devait se défaire d'une action détenue en direct.

- du moindre risque de faillite des emprunteurs, ce sont aussi des fonds moins risqués ;
 - les fonds mixtes, diversifiés ou hybrides, sont des fonds qui arbitrent entre titres du marché boursier (actions) et titres du marché obligataire ; ce sont des fonds à risque et rendement moyens.
- Outre que les OPCVM mentionnés ci-dessus, on peut distinguer les fonds d'investissement en titres immobiliers ouverts au public ; ces fonds sont surtout présents en Allemagne.

Ils ont démocratisé l'accès aux marchés de capitaux et à la diversification de portefeuille

Les avantages offerts par les fonds d'investissement collectifs sont notables par rapport à la détention directe des titres mobiliers par les ménages :

- en mettant leur épargne en commun, les fonds disponibles sont augmentés et permettent une diversification plus grande. De cette façon, le risque individuel couru par les particuliers peut être réduit ;
- les OPCVM offrent l'accès à une rentabilité des capitaux potentiellement élevée à des particuliers aux moyens financiers modestes et aux connaissances du marché peu développées. En d'autres termes elles permettent une démocratisation des pratiques financières en offrant l'accès aux marchés parfois fermés ou trop techniques pour des investisseurs individuels.

La «ré-ré-intermédiation». D'une façon générale, les fonds mutuels sont devenus attractifs comme produit d'épargne grâce à leur coût limité et leur ticket d'entrée généralement faible. Ils sont également devenus le principal moyen par lequel les épargnants individuels investissent dans des titres mobiliers⁹. A noter que les fonds de pension eux mêmes sont souvent des clients des fonds mutuels afin d'accéder à leur expertise dans la gestion de portefeuille. Il existe aussi des fonds de fonds visant à diversifier les risques. C'est à ce titre que l'on a parlé de «ré-ré intermédiation».

2.1.2 *Les fonds de pension à cotisations définies ou à prestations définies*

Les fonds de pension ont crû rapidement ces dernières années dans les pays membres de l'OCDE. Ce sont des systèmes de retraite collectifs ou individuels, souvent organisés via une activité professionnelle ou qui représentent une alternative/un complément au système de retraite par répartition. L'épargne collectée est ponctionnée sur les salaires et provient aussi de contributions additionnelles sous forme d'abondement (des employeurs ou des syndicats).

Une rôle de gestionnaire de l'épargne retraite (longue) au profit du financement de l'économie. Les fonds de pension peuvent être définis comme des organismes qui collectent et mettent en commun les ressources financières issues de l'épargne et des abondements des employeurs et autres (par exemple, l'administration publique ou les syndicats) dans le but de servir les prestations futures. En d'autres termes, les fonds de pension offrent aux particuliers des véhicules d'épargne retraite. Cette épargne est ensuite collectée et sert à financer l'économie à savoir la consommation ou l'investissement des entreprises, de l'administration publique et même du secteur ménages (à travers des prêts titrisés achetés aux banques).

La distinction majeure des fonds pensions vis à vis des autres investisseurs institutionnels est leur horizon de placements puisque leurs engagements sont à plus long terme que ceux des fonds d'investissement et, dans une moindre mesure, que ceux des assureurs. Le retrait

⁹ On verra plus tard que dans les économies avancées, il y a un mouvement continu de vente des actions détenues en direct par les ménages au profit de placements dans des OPCVM.

avant terme des fonds par les souscripteurs sont souvent interdits ou très limités, ce qui permet aux fonds de pension de placer une proportion plus élevée des capitaux sous gestion dans des titres avec un profil de risque/rendement plus accentué (sous restrictions de solvabilité selon les cas, mais ceci est souvent moins restrictif, notamment comparé aux assureurs). L'idée centrale ici c'est qu'en théorie, les fonds de pension ont des horizons de placement plus longs et donc plus stables. Mais, on verra dans le chapitre 2 section 1.2 que pour diverses raisons les placements des fonds de pension ont aussi souvent des horizons effectifs courts.

En termes de gestion d'actifs, elle est exécutée par les fonds eux mêmes, mais aussi très souvent déléguée (entièremenr ou partiellement) à des fonds mutuels ou autres entreprises de gestion ce qui renforce le rôle des derniers dans la définition des stratégies de placement globales.

Distribution des risques entre le fonds de pension et l'épargnant : fonds à prestations définies et fonds à cotisations définies

Pour les fonds pension, la répartition du risque entre le commanditaire et le bénéficiaire varie selon que les fonds sont à prestations définies (PD) ou à cotisations définies (CD).

Les fonds à prestations définies : risque supporté par le fonds de pension. Dans le cas de PD, les droits retraite reprennent les caractéristiques d'une assurance: le ratio de remplacement (le niveau de la retraite par rapport au salaire final) est défini dès le début du contrat. L'épargnant et futur retraité est protégé du risque, excepté celui de la faillite de l'employeur ou sponsor du régime.

Risques de sous-capitalisation des fonds de pension. Lors de la phase de hausse spectaculaire des cours boursiers jusqu'en mars 2000, les fonds de pension à prestations définies, ont vu les flux nouveaux capitalisés se tarir face à la hausse automatique des encours d'actifs due aux revalorisations significatives des actifs déjà détenus. On parlait à l'époque de sur-capitalisation des fonds qui justifiaient une phase de minimisation des flux nouveaux capitalisés. Avec la phase de baisse des cours enregistrée depuis lors des sous-capitalisations importantes sont apparues. Aux Etats-Unis, les fonds à prestations définies sont encore largement majoritaires, et l'on comprend mieux pourquoi les entreprises doivent à présent provisionner pour recapitaliser leur fonds de pension privés, après des années de faibles flux de placements nouveaux. Ces provisions pèsent sur leur résultats économiques et donc sur leur capacité de financement de l'investissement.

Les fonds à cotisations définies: risque supporté par l'épargnant. Sous le régime CD, l'épargnant a un choix entre différents instruments de placement avec des profils de risque-rentabilité variés (typiquement une gamme de fonds mutuels ou des autres titres à rentabilité variable). Dans ce cas, le risque d'investissement est supporté entièrement par l'épargnant.

Les fonds à cotisations définies semblent l'emporter. Il convient de noter ici que de plus en plus les régimes CD sont en croissance, au détriment des régimes PD. Ceci résulte de deux facteurs : les sponsors ont cherché à minimiser le risque généré par leur engagements à long terme, et les employés sont de plus en plus attirés par des véhicules d'épargne qui peuvent offrir une rentabilité supérieure et des droits qui sont plus faciles à transférer entre employeurs. En plus, la gestion d'actifs dans les régimes CD est aussi plus facile à réorienter par les souscripteurs (l'épargnant à souvent le droit de vendre par exemple des titres OPCVM qui

servent d'investissements sous-jacents en faveur d'autres titres). Ceci implique la « re-individualisation » de la gestion, et peut aussi introduire plus de volatilité dans le système.¹⁰.

2.1.3 *Les compagnies d'assurance et particulièrement les assureurs-vie*

L'assurance vie ressemble fortement à de l'épargne retraite. La troisième catégorie d'investisseurs institutionnels qu'on peut distinguer sont les assureurs. Dans un certain sens, ils sont difficiles à distinguer des fonds de pension, car ils offrent des produits conçus en fonction de plans de retraite, collectifs ou individuels, avec notamment des sorties en rentes. Les produits d'assurance vie représentent également une part importante de l'épargne des ménages, et les assureurs sont des intermédiaires centraux des marchés financiers. Les compagnies d'assurance offrent également des services de gestion de portefeuille aux fonds de pension, via leur filiales de gestion d'actifs.

Les produits assurance-vie se divisent en deux classes principales. Les produits qui offrent à la sortie une somme fixée ou minimum (sous forme de rente ou de somme payée entièrement « lump sum » en cas de retraite ou transférée à d'autres bénéficiaires dans le cas de décès du souscripteur). La deuxième catégorie est représentée par l'assurance vie en unités de compte. Dans ce cas, le rendement pour le client n'est pas fixe, ni même garanti, car il est déterminé par la rentabilité des investissements sous-jacents.. En d'autres termes, c'est un produit d'assurance qui s'apparente aux fonds de pension CD sans garantie : le risque d'investissement est supporté par le client particulier.

Une libéralisation des régulations d'allocations de portefeuilles a favorisé la prise de risque. Concernant les stratégies d'investissement, le principe général pour les assureurs est d'adopter une répartition du portefeuille qui permette de couvrir les engagements de long terme. Les méthodes employées pour calculer ces derniers sont variées, mais en général, les assureurs sont soumis à des régulations de solvabilité similaires à celles des fonds pension. Les régulations de portefeuille étaient orientées vers des limitations du risque pris par les assureurs jusqu'à récemment. Ces dernières années, ces régulations ont été libéralisées et les placements se sont tournés de plus en plus vers le marché boursier ; en général la part des actions dans les portefeuilles des assureurs a crû pendant les années 1990¹¹.

Les investissements du secteur assurance dommage et autres. Le secteur de l'assurance comprend aussi les assureurs non-vie, c.-à-d. l'assurance dommage, les assurances maladies complémentaires etc. En général, en Europe, ce type d'assurance n'est pas capitalisée (voire les mutuelles en France). Mais, dans certains cas ils le sont (Allemagne). Au total, les placements assurance dommage et autres constituent autour de 30% des investissements du secteur et leur structure a évolué de façon similaire à celle des assureurs-vie.

¹⁰ Par exemple, dans le cas de ventes des parts d'OPCVM détenues à travers des régimes à CD, le fond d'investissement est obligé de vendre des titres afin de rembourser les clients. Ceci peut logiquement provoquer des baisses de prix d'actifs si les sorties sont notables dans un environnement de faible liquidité des marchés.

¹¹ Voir, par exemple en Allemagne où les placements actions des assureurs-vie ont progressivement approché les limites imposées par les régulations quantitatives de portefeuille (30% maximum d'actions). Depuis le 1 janvier 2002 cet quota a été élevé à 35%. C'est une mesure qui fait partie d'autres changements visant à la libéralisation des placements (Anlageverordnung-An/V 2001)

2.1.4 *L'expérience danoise : un modèle original¹² complémentaire à la répartition*

Le système danois inclut un second pilier complémentaire de la répartition et obligatoire : Il s'agit d'un système de retraites capitalisées via des cotisations définies mais gérées via un contrat d'assurance collective à minimum garanti.

En raison des problèmes liés aux systèmes à prestation définies (sous capitalisation (« capital settlement »), période minimum de cotisation pour avoir un droit de retraite et duration de cotisation minimum quand les sorties peuvent être demandées (« vesting period »), problèmes de portabilité, effets de distorsions sur le marché du travail¹³, paiement en cas de sortie anticipée), les danois ont opté pour un système à cotisations définies. Toutefois, les régulateurs et les syndicats ne souhaitaient pas que le risque d'investissement repose sur les épaules des salariés. D'où un système original.

Il s'agit bien d'un système à cotisations définies, mais géré selon les principes de l'assurance collective. Il inclut un minimum garanti nominal c'est à dire un taux d'intérêt minimum implicite. A la différence des fonds de pension dans d'autres pays, les pensions de retraites ne sont pas basées sur la transformation d'encours de comptes épargne en annuités à l'heure de la retraite. Les annuités sont connues à l'avance et font parties intégrales du contrat à l'entrée. En fait les cotisations définies sont ici l'équivalent des primes d'assurance.

L'application d'un modèle collectif d'assurance permet le partage collectif du risque et assure des coûts bas. Toutefois les conditions nécessaires pour l'application des principes d'assurance collective de la retraite sont :

- le caractère obligatoire du plan,
- le fait que les individus n'interviennent pas directement dans les décisions d'investissement sous-jacentes.

Même si le modèle danois des retraites complémentaires peut être considéré comme soutenable au niveau financier, et possède des caractéristiques qui minimisent les risques courus par les particuliers, il est aussi sous pression technique et politique. En premier lieu, le déclin des taux d'intérêt du marché dans les dix dernières années peut être un facteur critique pour le modèle, étant donné les rendements garanties nominaux¹⁴. En conséquence, et afin d'aligner les régulations danoises avec les régulations prudentielles européennes¹⁵, les rendement garanties ont été réduits de 4.5% au début des années 1990 à 1.5% aujourd'hui.

Au niveau politique, le modèle est actuellement sous pression pour introduire plus de libre choix en termes des placements sous-jacents ; en fait, l'assurance collective est nécessairement soutenue par la souscription obligatoire et la séparation des assurés particuliers de la gestion (cad. les décisions de placement). Dans ce sens, le modèle peut être en conflit avec des tendances politiques actuelles qui soulignent l'importance des choix individuels.

Accorder l'accès aux décisions de placement, et plus largement, aux choix d'assureurs implique un remise en cause du modèle d'assurance collective. Selon Soerensen (2003 ; p 76), ceci c'est une question des choix politiques et sociaux plutôt que techniques. De notre point de vue, les réformes de ce type rapprocheraient le système complémentaire des plans d'épargne retraite CD

¹² Pour une présentation détaillée cf : Sorensen, 2003.

¹³ **Surtout sur la création d'emploi, qui peut être compromis par les coûts relativement inflexibles des fonds PD.**

¹⁴ Des taux d'intérêt du marché en baisse impliquent que la prudence des garanties nominales doit être reconSIDérée.

¹⁵ Plus exactement, la troisième directive de l'assurance vie.

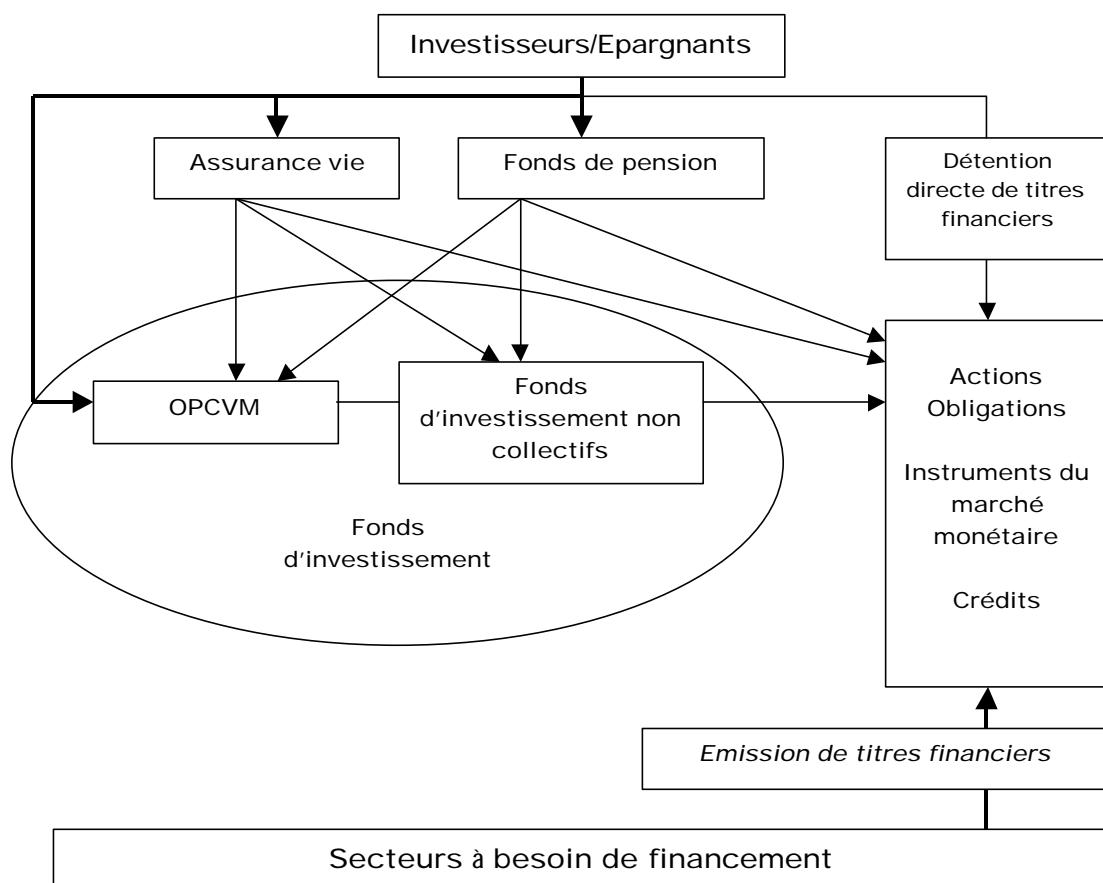
(ou bien l'assurance vie en unité de compte), ce qui impliquera des risques spéculatifs et sur la sécurité de l'épargne décrits ailleurs dans ce rapport.

Il nous semble que ce modèle se rapproche actuellement beaucoup des articles 39 et 83 du Code général des impôts en France, et la Prefon-retraite (Fonds de pension des fonctionnaires, comptabilisé d'ailleurs par la FFSA avec les contrats d'assurance vie à taux garantis) est un système très proche.

2.2 Conclusion

Dans le cas des fonds de pension PD et des compagnies d'assurance, les horizons d'investissement sont plus longs et les profils de risque-rentabilité inférieurs par rapport à la plupart des fonds de pension CD et aux fonds de placement mutuels. Ces différences structurelles dans les stratégies de placement sont au cœur de la problématique sur la stabilité financière. D'ailleurs, ces établissements ont joué un rôle majeur dans l'élargissement et l'approfondissement des marchés financiers en général. Pour réduire la volatilité des marchés financiers, des stratégies de placement variées qui combinerait des horizons d'investissement relativement longs et des couvertures sectorielles vastes seraient optimales. De plus, la diversification des portefeuilles est aussi l'instrument central de contrôle du risque.

Graphique 3 – Structure générale des investisseurs institutionnels comme intermédiaires



La figure 3 illustre la structure générale d'intermédiation et les relations entre les différents acteurs qui nous intéressent. En général, les zinzins s'interposent comme des intermédiaires entre le secteur épargnant de l'économie (les ménages) et les secteurs à besoin de financement (entreprises et administrations publiques). Mais les zinzins sont aussi reliés entre eux ; en particulier on voit les fonds d'investissement fournir des services de gestion aux fonds de pension et aux assureurs.

3 Les fonctions de base du système financier et les zinzins

Après avoir défini les investisseurs institutionnels qui nous intéressent, il convient ici d'analyser en termes généraux les effets de leur montée en puissance sur le système financier, ce qui nous permettra plus tard d'identifier clairement les risques qui y sont attachés.

Les zinzins ont des avantages comparatifs évidents... La première observation qu'il faut faire ici c'est que la montée des zinzins est due en grande partie à leur avantages comparatifs pour assurer les fonctions du système financier (cf. Davis, 1996b). Leur montée en puissance n'est pas un accident, mais fait partie intégrale de l'évolution économique et des structures institutionnelles qui y sont associées. Ici nous insistons sur le fait que les zinzins peuvent assurer certaines fonctions mieux que le secteur bancaire traditionnel, ce qui est l'une des raisons de la « désintermédiation bancaire » vécue dans les économies développées¹⁶.

3.1 Les fonctions de base du système financier

On peut distinguer six fonctions basiques du système financier (Merton et Bodie, 1995, Davis 1996b). Cette description est utile parce qu'elle nous permet de mieux évaluer les avantages comparatifs des zinzins.

Encadré 1 – Les fonctions de base du système financier

- Fournir une chambre de compensation et des moyens de transfert des paiements afin de faciliter l'échange de biens et services et des actifs.
- Offrir un moyen de transfert de ressources économiques au sens inter-temporel, entre régions géographiques, pays et secteurs d'activité économique.
- Dans un monde incertain par essence, agir comme un réducteur d'incertitude en analysant et diversifiant le risque.
- Mettre en commun des ressources financières des ménages, avec le but de financer des investissements à grande échelle ou « indivisibles », et de répartir des titres dans des entreprises afin de faciliter la diversification des placements et en conséquence du risque.
- Fournir une information sur les prix, ce qui aide à coordonner la prise des décisions dans un système économique décentralisé.
- Traiter les problèmes d'incitation qui peuvent surgir dans les cas d'asymétries d'information entre les partenaires d'une transaction financière (incertitude inhérente à la qualité de l'emprunteur).

¹⁶ Par désintermédiation bancaire on veut entendre le déclin des banques au regard de leur part dans le financement des entreprises, comme d'ailleurs dans des actifs financiers des particuliers

3.1.1 *Faciliter l'échange de biens, services et....d'actifs*

On retrouve ici une des fonctions essentielles de la monnaie. A la différence des banques, les zinzins ne font pas de création monétaire puisqu'il ne distribuent pas de crédit (même si certains assureurs émettent du crédit, notamment en Allemagne). Mais les fonds de pension ont un rôle indirect important et récent sur la dynamique du crédit : en effet, ils sont acquéreurs des titres de créances bancaires, titrisées par les banques et revendues ensuite sur les marchés de capitaux. Par ce biais, ils permettent aux banques d'émettre plus de crédits tout en continuant à respecter les ratios de solvabilité réglementaires. Du coup par cette intervention indirecte, en assurant une rediffusion ou «re-absorbtion» du risque, l'avènement des zinzins impacte la dynamique du crédit.¹⁷ (Cf chapitre 2, section 1.2)

Sur les marchés d'actifs financiers il est indubitable que la présence des zinzins facilite les échanges en améliorant la liquidité du marché, à savoir la capacité du marché à absorber des transactions de grande taille sans fluctuations notables de prix et à bas coût de négociation. Diminuer le risque de liquidité facilite directement l'échange d'actifs.

3.1.2 *L'investissement « invisible » et la diffusion du risque*

C'est probablement ici que les avantages des zinzins sont les plus évidents, étant donné que la mise en commun de ressources financières et la diversification visant à réduire le risque sont les deux caractéristiques fondamentales des investisseurs institutionnels.

Du point de vue des investisseurs ou épargnants individuels, l'intermédiation institutionnelle réduit ce qu'on peut appeler les coûts de participation (Allen and Santomero, 1997), c.-à-d. les coûts d'entrée dans le marché : à savoir, acquérir la connaissance nécessaire, rester informé sur les tendances économiques et les résultats des entreprises, analyser chacun des secteurs et les zones géographiques etc. Ceci est d'autant plus vrai avec la complexité croissante des marchés, innovations financières et d'autres facteurs.

L'intermédiation institutionnelle réduit aussi les coûts de transaction en général. Pour les ménages individuels, surtout ceux aux moyens financiers modestes, les prix d'entrée sur les marchés financiers sont souvent prohibitifs. Acheter des parts dans des fonds de placement ou épargner dans un fond pension permet de réduire ces coûts.

Enfin, l'intermédiation institutionnelle permet de réduire le risque en le diversifiant : en achetant une part d'un fonds d'investissement, un particulier peu fortuné accède pour la même somme à un investissement plus diversifié que si il avait été en direct sur le marché. En ce sens les investisseurs institutionnels démocratisent la diversification du risque.

Pour les demandeurs principaux de financement (les entreprises et l'administration publique) cette concentration des capitaux a aussi des avantages : elle réduit les coûts de négociation grâce à un interlocuteur unique.

¹⁷ L'estimation exacte des effets sur les cycles financiers est difficile, car le marché des dérivés de crédit évolue très rapidement. Même le BRI reconnaît que sa structure est difficile à appréhender.

3.1.3 *Le transfert des ressources économiques au sens inter-temporel, sectoriel ou géographique*

La raison d'être des fonds de pension, on le sait, est de transférer des ressources financières au sens inter-temporel, c'est à dire, gérer **l'épargne actuelle afin de fournir des moyens pour financer la retraite**. L'assurance-vie, et jusqu'à un certain degré les fonds d'investissement, peuvent servir le même but. Par leur connaissance de la démographie de leur encours géré, et donc des encours d'épargne des années à venir, les investisseurs institutionnels ont une connaissance fine des horizons temporels des flux d'épargne.

En ce qui concerne **le transfert inter-sectoriel**, l'influence du comportement des investisseurs institutionnels est évidemment devenue plus importante. Ce qu'on peut dire, au niveau théorique, c'est que les investisseurs institutionnels ont la capacité d'élargir l'accès au financement pour des secteurs variés de l'économie comparés aux investisseurs individuels. Les fonds pension ont tendance à détenir plus de titres à long terme que les particuliers et avec des rendements plus incertains que les ménages, et donc ils acceptent théoriquement de financer des secteurs à besoin d'investissement d'infrastructures rentables à long terme. De cette façon la croissance des fonds de pension offre plus de capitaux à long terme aux secteurs demandeurs de l'économie que ce qui résulterait directement des ménages. *On verra toutefois dans la section 2.3 que ce point est controversé.*

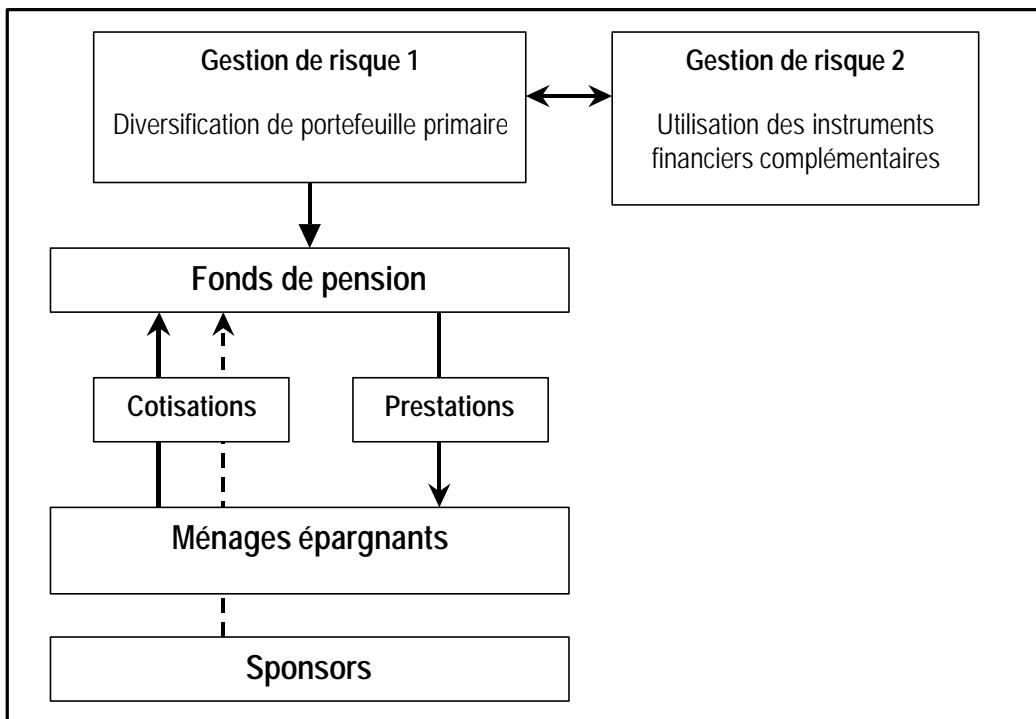
Au niveau des **transferts géographiques des capitaux**, il convient de souligner le rôle des zinzins dans les flux internationaux d'investissement. Les portefeuilles des investisseurs institutionnels sont de plus en plus diversifiés géographiquement. En fait, les flux internationaux d'investissement de portefeuille gérés par les zinzins ont largement remplacé les flux bancaires qui prévalaient dans les années 1970. Ceci a permis de compenser les déséquilibres persistants entre épargne et investissement entre zones géographiques (notamment les Etats-Unis et Japon).

3.1.4 *Contrôler le risque et l'incertitude*

Les zinzins sont des fournisseurs directs de véhicules d'investissement, mais aussi de moyens pour contrôler le risque et l'incertitude. La diversification des placements joue ici un rôle central.

En ce qui concerne les fonds de pension, ils peuvent être considérés comme des prestataires d'assurance : ils assurent les revenus des retraites (Bodie, 1990). Dans ce cas, ils assurent les risques liés aux ratios de remplacement inadéquats, aux réductions anticipées des fonds de sécurité sociale, à l'allongement de l'espérance de vie, mais aussi les risques d'investissement (diversification) et l'érosion des pensions par l'inflation.

Graphique 4 – Les fonds pension et le contrôle du risque



La figure 4 ci-dessus illustre la structure de contrôle du risque par les fonds de pension. L'épargne des ménages est canalisée via les cotisations vers des fonds de pension qui entreprennent la diversification « primaire » des investissements en leur nom. Les cotisations démontrent aussi le lien entre les sponsors (typiquement l'employeur) et les fonds de pension¹⁸. Les investissements doivent être rentables afin d'accomplir le service d'assurance déjà mentionné. L'avantage comparatif des fonds pension est simple. Dans la gestion « primaire » (1), une stratégie de placement est développée qui est compatible avec les engagements ; déjà ici, les avantages sont tangibles : l'information, le contrôle financier des entreprises qui reçoivent les fonds, et l'accès à des marchés alternatifs sont largement supérieurs à ceux des particuliers. Mais de plus, les fonds pension peuvent accéder à des techniques financières avancées, qui ne sont pas accessibles à des particuliers, pour « immuniser » ou sécuriser ses placements.

3.1.5 *L'information sur les prix dans des économies décentralisées*

L'efficacité des marchés financiers, vue comme l'allocation optimale des capitaux, dépend largement de l'exactitude des prix des titres. Les investisseurs institutionnels sont des acteurs profondément intéressés par la transparence des activités et le résultat d'exploitation des entreprises. Cette pression, plus intense que celle qui sort du secteur bancaire en général, et qui utilise plutôt des informations privées et non-publiques, est un gain pour la totalité des acteurs sur le marché, et pour l'économie réelle. Ainsi, la capacité supérieure des zinzins à obtenir de l'information pour évaluer la valeur des actifs permet théoriquement au marché d'assurer une

¹⁸ Sous certaines conditions, on peut considérer les fonds pension comme des filiales d'assurance pour les entreprises ; leur fonction est d'assurer le paiement d'un salaire différé ou d'autres droits accumulés.

allocation des capitaux plus efficace, et de mieux approcher les valeurs économiques fondamentales. Mais aussi, ce point est controversé et nous y reviendrons ultérieurement.

3.1.6 *Un pouvoir fort pour faire face aux problèmes d'incitations liés à l'asymétrie d'information qui est au cœur de la relation financière*

Les investisseurs institutionnels ont des avantages très clairs comparés aux particuliers quand des problèmes d'incitations et d'asymétries d'information entre actionnaires et entreprises sont en jeu.

L'évolution des économies avancées vers le financement par « titrisation » implique que la gestion d'entreprise n'est plus assurée par les propriétaires : les prestataires de financement (par exemple, les actionnaires qui sont les propriétaires finaux de l'entreprise) ne sont pas les dirigeants. Ceci peut mener à des problèmes d'incitations pour les équipes dirigeantes qui, sans contrôle des actionnaires, pourraient décider d'engager des dépenses inadaptées. Par exemple, le potentiel pour des investissements mal conçus est plus élevé.

Grâce à la taille de leur vote dans des entreprises (qui dépend du nombre d'actions détenues), les investisseurs institutionnels peuvent imposer une discipline plus forte sur la direction que celle d'un groupe d'actionnaires « atomisés ». Ce rôle est étroitement lié à la capacité d'extraire des informations correctes, mais ici au niveau plutôt microéconomique. (pour une plus ample discussion des problématiques liées à la gouvernance d'entreprise (cf 2.3 ; Plihon et Ponssard 2002).

3.2 Le rôle d'intermédiaire et l'évolution du système financier

L'extraction d'information au cœur du succès des zinzins. Dans un monde incertain, l'information extraite par les zinzins grâce à l'analyse et la veille permanente des équipes de recherche et de gestion est souvent très supérieure à celle accessible pour l'épargnant isolé. Les capacités financières et professionnelles sont aussi intéressantes du point de vue de l'emprunteur : grandes masses traitées et coût de financement potentiellement compétitif. Dans un scénario optimiste, la capacité professionnelle des zinzins doit mener à une allocation plus efficace des investissements, et en conséquence à rendement supérieur, aux alternatives pour l'épargnant, de même niveau de risque. En termes plus techniques, les investisseurs institutionnels sont mieux placés pour se maintenir sur la frontière efficace entre risque et rendement.

Mais les zinzins agissent-ils toujours comme des acteurs informés ? Selon J.M. Keynes, il y a deux types d'investisseurs sur les marchés : les professionnels qui agissent à partir d'une analyse visant à évaluer la valeur fondamentale des actifs, et les spéculateurs, chartistes et « noise traders » qui simplement essayent de profiter des mouvements des marchés d'un jour à autre. A priori, les investisseurs institutionnels s'inscrivent dans le premier groupe, mais comme les analyses les plus contemporaines des économistes l'ont souligné (Dornbusch, 1990), les investisseurs institutionnels ont parfois des comportements plus proches du second groupe : ils ne jouent pas toujours les acteurs informés (Davis, 2000 ; cf. chapitre 2 section 1.2).

Pour le moment on peut accepter cette caractérisation des zinzins comme des investisseurs rationnels, au sens néoclassique du terme (voir Friedman 1953). Dans cette perspective, la montée en puissance des zinzins reflète le processus de maturation des marchés financiers (Rybczynsky, 1997).

Selon Rybczynsky (1997, résumé en Davis 2000 : 3-4), l'évolution du marché financier peut être divisée en trois phases :

- **La phase bancaire** où le financement des entreprises non-financières est obtenu auprès des banques sous la forme d'emprunts (non-tradable loans). Aussi les banques collectent l'épargne totale ; les marchés monétaires sont essentiellement interbancaire. Dans cette phase, les banques jouent un rôle dominant dans l'économie : la plupart de l'intermédiation financière passe par le secteur bancaire et se retrouve dans son bilan. Les banques peuvent même être actionnaires des entreprises non-financières. Les banques ont la capacité d'accéder aux informations privées sur les emprunteurs, évaluer les risques des emprunteurs et décider le prix (le coût du crédit) et diversifier le risque. Le secteur bancaire constitue ainsi un aiguillon de la performance des entreprises par son monitoring des entreprises emprunteuses.
- **La phase de «marchéisation»** ; dans cette phase le secteur bancaire fera de plus en plus face à d'autres fournisseurs d'épargne et produits de financement (en particulier la détention croissante directe d'actions par les ménages). Mais les banques restent le fournisseur principal de fonds au secteur non-financier. En même temps les marchés monétaires commenceront à croître, ainsi que le marché obligataire (lié d'abord au financement des administrations publiques). Ces deux marchés resteront dominés par les banques, mais cette phase est quand-même caractérisée par un degré croissant de désintermédiation bancaire, c'est à dire un déclin relatif du rôle des banques en tant que collecteur d'épargne et de prêteur. Le «monitoring» de la performance économique des emprunteurs commence à être partagés avec d'autres institutions financières et progressivement les banques perdent leur avantages en termes d'innovations financières.
- **La phase de titrisation** : dans cette phase, les marchés financiers fournissent la plupart du financement aux secteurs non-financiers de l'économie. Les obligations d'entreprise et les titres commerciaux se substituent aux emprunts bancaires ; même les prêts hypothécaires et le crédit consommation aux particuliers sont titrisés, c'est à dire mis en pool et revendus comme d'autres actifs sur les marchés de dette. La collecte et l'allocation de l'épargne, le «monitoring» des entreprises et des administrations publiques sont conduit par les marchés financiers (les agences de notation, banques d'affaires et investisseurs institutionnels). Dans ce contexte, l'innovation en termes de produits financiers commence à s'accélérer. De nouvelles formes d'expertise et d'acteurs institutionnels apparaissent dans le champ des marchés financiers avec des implications pour les banques. *Trading, underwriting* (l'acte de garantir par exemple une émission d'actions sur le marché boursier, en s'engageant sur l'achat des titres à un prix donné au cas où le marché ne se porterait pas acquéreur) , conseil et gestion d'actifs prennent des places centrales alors même que les activités bancaires traditionnelles perdent de l'importance.

Cette évolution dépend de nombreux facteurs en partie macroéconomiques et structurels. Mais il est aussi clair que cette évolution, ou maturation, dépend de l'existence d'une régulation satisfaisante et d'un système financier sain (Davis 2000, 4).

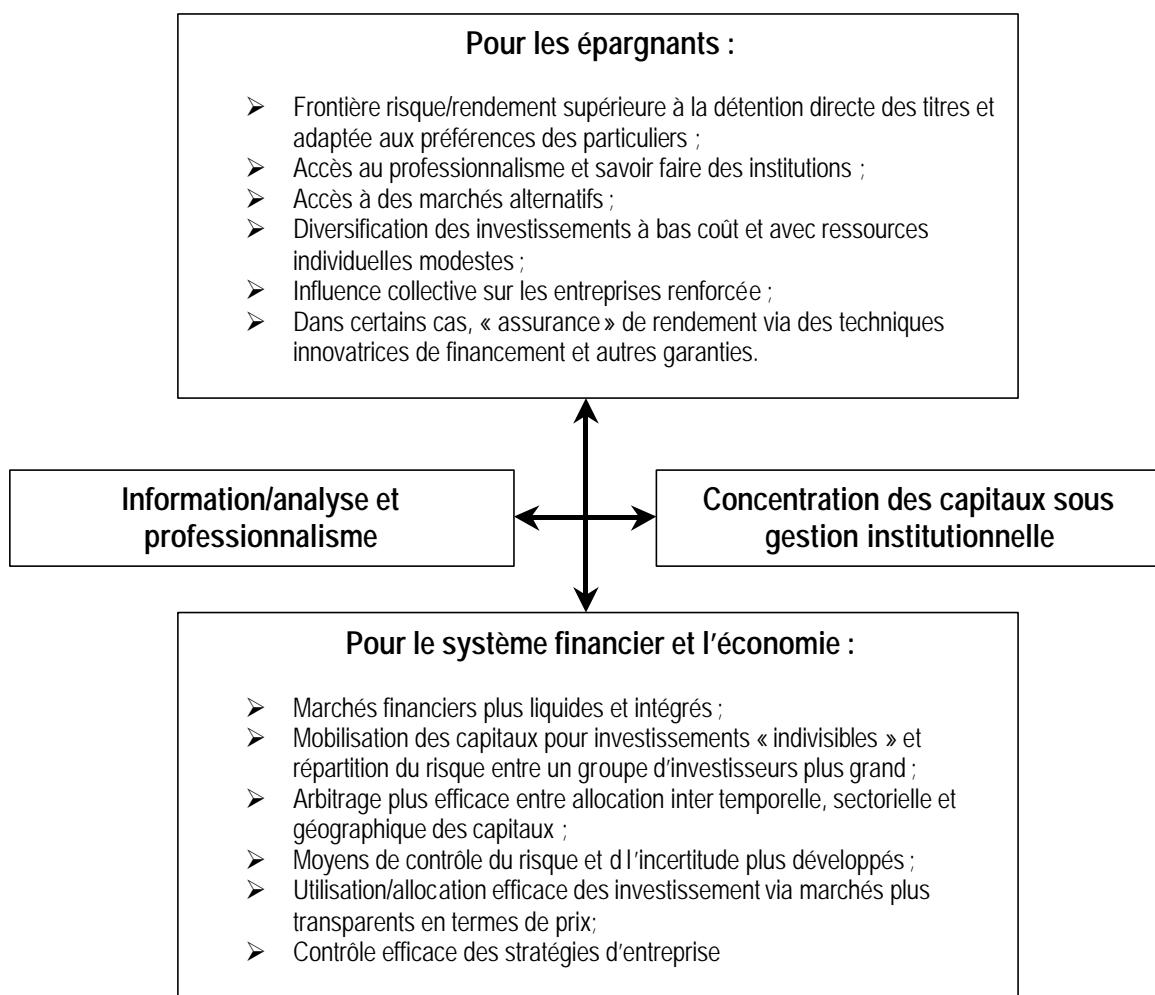
3.3 Le rôle fiduciaire au sens de contrat avec l'épargnant

Les investisseurs institutionnels sont devenus des gardiens importants du patrimoine financier des ménages et des autres secteurs de l'économie. Avec l'introduction de doses de capitalisation dans les systèmes de retraite, cet aspect devient de plus en plus important. C'est aussi un des éléments clés de l'appréciation des risques liés à leur montée en puissance comme nous le verrons dans la chapitre 2 de ce rapport.

3.4 Des apports théoriquement favorables des investisseurs institutionnels

Jusqu'ici, l'analyse nous a menés vers une évaluation plutôt positive du rôle des investisseurs institutionnels dans le système financier et dans l'économie au sens large. D'un côté, ce sont les pouvoirs professionnels des zinzins qui ont été soulignés ; la capacité d'analyse et d'utilisation des informations supérieures à celles des investisseurs particuliers. De l'autre coté, on a souligné la concentration des capitaux sous gestion institutionnelle qui renforce logiquement les effets de leurs stratégies sur les marchés financiers et l'économie. Pour résumer , il y a de nombreux avantages qui ressortent de l'interaction entre le professionnalisme des zinzins et la concentration des capitaux sous gestion institutionnelle. Ils sont résumés dans le graphique 5.

Graphique 5 – Les dimensions théoriquement favorables de la gestion institutionnelle



Source : BIPE

Professionnalisme et diversification des portefeuilles au cœur de la montée en puissance des zinzins. Le choix de laisser les investisseurs institutionnels monter en puissance dans l'intermédiation financière est la résultante de décisions rationnelles : s'assurer que l'allocation des investissements est entre les mains des professionnels. Grâce à un savoir-faire supérieur, à la maîtrise des innovations financières et aux masses de fonds collectés qui autorisent la diversification des portefeuilles d'actifs sur des marchés et des secteurs différents, les gestionnaires professionnels peuvent minimiser le risque et maximiser le rendement pour les

investisseurs finaux tout en assurant une allocation efficace des investissements au niveau macroéconomique.

Mais un manque de régulation ? Toutefois la maturité achevée avec la phase de titrisation, et la montée en puissance associée des zinzins, ne sont pas forcément synonymes de stabilité, ni financière, ni macroéconomique. Ceci a du coup de profundes implications pour la régulation. Dans le cas du secteur bancaire, un plus grande partie de la régulation est dédiée à assurer la stabilité financière (ratios de solvabilité visant à maîtriser les risques). Les mêmes réglementations ne sont le plus souvent pas appliquées au secteur zinzins. De plus il faut admettre que le développement des zinzins s'est accompagné d'épisodes où l'intermédiation institutionnelle a, par ses comportements, déstabilisé le système financier. De même il apparaît que ce développement a accru les risques encourus par les ménages, sans que ceux ci en aient forcément conscience. Ces réflexions nous entraînent vers la régulation, existante ou potentielle. Avant cela, il convient de mieux analyser les incidences des comportements des investisseurs institutionnels.

Chapitre 2

Les risques

La stabilité et la qualité d'un système financier dépend largement de la coexistence d'acteurs avec des objectifs divergents et des comportements complémentaires (BRI, 1998, cf sources). Par extension, on pourrait dire que l'allocation optimale des ressources financières dépend aussi de la diversité des sources de financement offrant l'accès aux financements pour l'ensemble des secteurs productifs de l'économie. Dans ce contexte, l'évolution des zinzins pendant les années 1990 est plutôt un élément positif ; elle a multiplié les canaux d'intermédiation financière et donc la diversité nécessaire pour promouvoir la stabilité, la liquidité et la transparence des marchés financiers.

Néanmoins, il y a aussi des problèmes potentiels pour le système financier. Il faut bien sûr aborder les effets de la concurrence entre le secteur bancaire historique et les zinzins, mais aussi ceux liés à la concurrence acharnée entre les zinzins eux mêmes. Pour le deuxième point, on parle bien sûr des comportements mimétiques ou « moutonniers » et leurs effets sur le marché, mais aussi de la qualité de la gouvernance d'entreprise dans cet environnement.

Concernant les effets de la concurrence entre banques et zinzins deux questions principales ressortent. **La réponse des banques aux défis des investisseurs institutionnels est une question clef pour analyser en quoi la volatilité des prix d'actifs ou une crise sur les marchés financiers se transmet à l'ensemble du système financier, avec des conséquences graves pour l'économie réelle.** Deuxièmement, la restructuration des portefeuilles des ménages au cours des années 1990 et **la désintermédiation bancaire, impliquent qu'une part croissante des flux financiers de l'économie est gérée par des intermédiaires plus légèrement régulés que les banques**, que cela soit en termes de structure de portefeuille, niveau de risque, solvabilité et autres.

En termes de stabilité financière, la régulation des banques est largement préventive, c'est à dire construite pour **prévenir les crises financières**. En revanche **la régulation du secteur des zinzins est largement réactive**. Certes, le secteur zinzins est quand même un peu régulé; il y a des régulations plus ou moins strictes en ce qui concerne la solvabilité des institutions de l'épargne contractuelle, principalement les fonds pension PD et les assureurs¹⁹. Mais en termes du risque pris, et de la structure du portefeuille en général, le secteur tend à être de plus en plus libéralisé. Les fonds d'investissement ouverts vers le grand public sont faiblement régulés, notamment en ce qui concerne la régulation sur les obligations d'information des souscripteurs sur les risques attachés, ou les régulations pour prévenir des comportements frauduleux.

¹⁹ Les fonds pension CD et l'assurance vie en support de unités de compte ne sont en général pas soumis à des restrictions de solvabilité puisque les actifs sont égaux aux engagements (passif) par définition.

1 Formes d'adaptation du système financier et risques financiers et macro-économiques associés

Le problème principal ici c'est que, de plus en plus, les flux de financement ont été canalisés, au moins jusqu'au 2000 via un secteur plus légèrement régulé (solidité et solvabilité) que le secteur bancaire. Cela soulève des risques particuliers pour la stabilité du système financier : les zinzins sont moins restreints en termes d'offre de produits vers le grand public, et aussi en termes de leur stratégies de placements. Etant donné l'environnement très concurrentiel dans lequel ils opèrent, ils adoptent des stratégies de placements qui sont plus risquées afin d'offrir des rendements plus élevés à leurs clientèles.

Pour le secteur des entreprises non-financières, la montée des zinzins implique une transformation de la relation prêteur/emprunteur. D'abord, la relation entre entreprise et banque dépend **d'information essentiellement privée**. A l'opposé, la structure actif/passif (détention/émission des titres mobiliers) entre entreprises et investisseurs institutionnels est essentiellement soutenue et structurée par **l'accès à de l'information publique**. En outre, pour vendre leur produits, les zinzins analysent et transmettent cette information à leur clients de manière plus transparente que le secteur bancaire. Les zinzins concentrent aussi le pouvoir de vote pour un actionnariat qui sans eux serait plutôt diffusé et atomisé ; comme on l'a déjà noté, ceci devait permettre de traiter en partie les problèmes attachés aux asymétries d'information entre actionnariat et management.

En bref, une composante « zinzins » dans les systèmes financiers offrent des avantages : notamment la transparence et la montée de la gouvernance d'entreprise qui s'opposent aux risques éventuels du « capitalisme de copinage ». Par exemple, au Japon, le secteur des zinzins est relativement faible (les actifs institutionnels représentent 100.5% du PIB en 1999) comparé aux Etats-Unis (plus de 200% du PIB en 1999). Les problèmes dans les relations étroites, souvent capitalistiques, entre banques et entreprises au Japon sont bien connus : ils ont laissé la voie libre à des crédits finançant des investissements très souvent peu rentables. En conséquence, les banques sont maintenant confrontées à de nombreuses créances douteuses et l'économie stagne. En outre, l'exposition des banques aux aléas boursiers, notamment via l'acceptation d'actions comme collatéraux pour des crédits, pèse aussi sur les marchés.

Ce n'est sans doute pas justifié d'attribuer tous les maux contemporains de l'économie nipponne à la faiblesse du poids des investisseurs institutionnels, mais une forte, et saine (régulée ?), composante institutionnelle dans le système financier nous semble plutôt nécessaire et est un signe de maturité. D'abord, la liquidité et la transparence de marché sont améliorées ; de plus, son développement offre des opportunités de placements diversifiés au particulier qui veut assumer plus de risque. En bref, le développement d'un secteur d'investisseurs institutionnels est un élément clé d'un système financier diversifiant les sources d'accès au financement pour l'économie tout en accroissant les opportunités pour les particuliers.

Toutefois cette montée, avec ses avantages, ne se fait pas sans risques : on s'approche alors des enjeux de régulation.

1.1 Implications pour le financement de l'économie européenne

La montée des zinzins implique un changement de la structure de l'intermédiation financière, d'un système dominé essentiellement par les banques (et le marché interbancaire) à un système orienté vers le marché financier.

Les caractéristiques du système essentiellement bancaire peuvent se résumer avec les points suivants (Schmidt *et al*, 2002, résumé en Byrne et Davis 2002) :

- les banques dominent le secteur financier, les investisseurs institutionnels jouant un rôle réduit ;
- le marché financier est sous-développé ;
- l'accumulation de ressources financières par les ménages est largement constituée par les dépôts bancaires et les créances auprès des assureurs ;
- le financement externe des entreprises non-financières dépend des crédits bancaires à long terme, soutenus par des relations banque/entreprise elles aussi de long terme ;
- les réserves destinés aux pensions de retraites sont une source importante de financement interne pour les entreprises ;
- les détentions d'actions croisées entre entreprises sont fréquentes ;
- la majorité des entreprises ne sont pas cotées : celles qui sont cotées sont aussi détenues par un nombre réduit de grands détenteurs ;
- les grands actionnaires sont parfois rejoints par d'autres détenteurs (par exemple les employés) dans la gouvernance d'entreprise. Ces derniers sont souvent fortement encouragés à faire des investissements spécifiques ;
- le contrôle externe des entreprises par le marché financier est faiblement développé.

En revanche, **le système de marchés financiers est caractérisé par les points suivants** :

- les investisseurs institutionnels dominent le secteur financier, et les banques jouent un rôle réduit ;
- les marchés financiers sont hautement développés ;
- l'accumulation des ressources financières par les ménages est largement constituée par des investissements sur les marchés financiers, via la détention en direct des titres ou indirecte via les zinzins ;
- le financement externe du secteur non-financier dépend largement du marché financier, soit directement (émission des obligations ou d'actions), soit indirectement (crédits titrisés) et les investisseurs institutionnels sont les fournisseurs majoritaires du financement ;
- le crédit bancaire est plus à court terme et soumis à des contrôles plus stricts et directs ;
- une majorité des entreprises sont cotées, et l'actionnariat est diffusé : les détentions croisées sont plus rares ;
- la gouvernance d'entreprise est dirigée vers la création de «shareholder value» (valeur pour l'actionnaire) via des mécanismes de marché ;
- le contrôle externe par le marché financier est hautement développé ;
- les relations entreprises/détenteurs sont basées sur des détentions de titres mobiliers liquides, et donc potentiellement de court terme.

Il faut noter ici que les distinctions sont analytiques ; la plupart des pays européens se trouveront avec des caractéristiques souvent hybrides des deux systèmes. Mais en général, nous sommes dans une situation où en parallèle avec la croissance des actifs financiers par rapport au

PIB, il y a aussi eu un glissement vers l'intermédiation institutionnelle et un déclin des détentions directes d'actifs financiers par les secteurs non financiers de l'économie.

1.1.1 *Le financement externe des entreprises non financières*

Le financement des entreprises par crédit bancaire est en déclin dans les quatre économies principales de l'Union européenne. Pour le Royaume-Uni, le déclin n'est pas trop brutal, car les marchés financiers sont historiquement plus développés, même si les crédits ont atteint un point haut en 1990. Par contre, le déclin des crédits bancaires en Allemagne, France et Italie est plus significatif, surtout dans le cas de la France où les crédits ont reculé de 45% du passif total des entreprises non-financières en 1980 à 16% en 2000. Même en Allemagne, l'économie européenne la plus dominée par le secteur bancaire, la part des crédits comme source de financement a reculé. En général, même si le ratio des actions aux financements totaux est gonflé par les valorisations boursières en 1998-2000 (voir graphique ci-dessus), cela démontre le recours croissant des entreprises aux marchés financiers pour leur financement externe.

Graphique 6 – L'index EuroSTOXX 1998-2002



Tableau 1 – Europe : Structure du passif des entreprises non financières 1980-2000
(en % du total)

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Instruments du marché monétaire	1980	0.3	0.4	0.0	0.3
	1990	0.6	0.1	1.3	0.1
	1998	0.9	0.1	1.1	0.3
	2000	0.9	0.4	1.4	0.1
Crédits	1980	26.5	68.5	44.6	43.8
	1990	35.7	67.4	25.8	44.0
	1998	22.3	41.5	20.9	41.0
	2000	22.5	42.8	16.1	36.4
Obligations	1980	2.3	2.8	5.2	3.5
	1990	5.4	3.0	4.1	3.5
	1998	5.6	1.8	4.1	1.8
	2000	6.5	1.3	3.4	0.7
Actions	1980	48.4	28.3	50.2	52.4
	1990	58.4	29.6	68.8	52.4
	1998	71.1	56.6	73.9	56.9
	2000	70.2	55.4	79.0	62.7
Passif Total en % du PIB	1980	71.2	63.7	94.1	102.2
	1990	165.1	88.7	187.1	106.9
	1998	235.1	126.5	269.5	116.8
	2000	292.7	147.3	371.4	148.6
Dette/PIB	1980	20.7	45.7	46.9	48.6
	1990	68.8	62.5	58.4	50.9
	1998	68	55	70.3	50.4
	2000	87.4	65.7	78	55.4
Liquidité/PIB	1980	9.9	22.1	12.5	22.8
	1990	23.8	27.2	17.5	12.5
	1998	26.7	18.8	16.3	11.7
	2000	31.9	22.4	21.1	14.6
Dette nette/PIB	1980	10.8	23.6	34.4	25.8
	1990	45	35.3	40.9	38.4
	1998	41.3	36.2	54	38.7
	2000	55.5	43.3	56.9	40.8

Source : Byrne et Davis 2002

On voit aussi que le passif total des entreprises par rapport au PIB a crû fortement au cours des deux décennies étudiées. Cela pourrait indiquer que l'accès aux marchés financiers développés encourage un surendettement de la part des entreprises (cf chapitre 2, section 1.2.4); l'Allemagne et l'Italie, avec des marchés moins développés montrent un ratio passif/PIB moitié moindre que celui de la France. Cependant, il faut différencier le recours aux actions et le passif dette (crédits, instruments du marché monétaire et obligations) car ils n'ont pas les mêmes implications pour la fragilité financière ; car lorsqu'une entreprise lève des capitaux via une augmentation de capital, c.a.d une émission d'actions nouvelles sur le marché boursier, les investisseurs achètent une part de l'entreprise en échange de dividendes potentiels et non assurés. L'avantage pour l'entreprise est de ne pas accroître sa charge d'endettement. A cause de cela, le ratio dette/PIB est plus informatif, et ici les différences sont moins marquées, même si le Royaume-Uni et la France restent en tête.

Si on déduit les actifs liquides du secteur des entreprises non financières (dépôts bancaires, autres actifs de court terme et les obligations) de la dette on arrive à des différences de dette nette qui sont plus réduites encore, entre 55-57% du PIB pour le Royaume-Uni et la France en 2000 et autour de 40% pour les deux autres pays.

1.1.2 *Les comportements financiers des ménages*

Dans les économies étudiées ci-dessus, les comportements financiers des ménages ont fortement changé au cours des deux dernières décennies. D'abord, le poids dans le patrimoine financier total de la détention de monnaie et dépôts bancaires a reculé; en fait elle a été divisé par plus de deux pour la France, l'Italie et Allemagne (Byrne et Davis, 2002).

La raison primordiale de cette tendance est sûrement un niveau de patrimoine financier généralement plus élevé. Cela a l'effet de diminuer le niveau de liquidité exigé (monnaie et dépôts transférables) en pourcentage du patrimoine total. Comme on le voit clairement sur le tableau ci-dessous, l'effet est plus prononcé pour les pays avec des ratios patrimoine/PIB élevés ; par contre, en Allemagne, avec un niveau de patrimoine des ménages inférieur aux autres, le niveau de la détention de monnaie et dépôts bancaires est nettement plus élevé. Les innovations financières, le développement des marchés de crédit à la consommation et les cartes de crédit affectent négativement la demande de monnaie et de dépôts (Byrne et Davis, 2002, p 86-87).

En revanche, on voit aussi la diffusion des fonds pension, de l'assurance vie et des fonds d'investissement comme véhicules d'accumulation patrimoniales par les ménages. En particulier, la diffusion de ce type d'instrument financier a cru fortement en Italie et France sur les deux décennies.

En bref, le niveau élevé du patrimoine financier a augmenté la demande des ménages pour des instruments financiers en substitution de la monnaie et des dépôts bancaires, instruments qui sont en général moins liquides que les moyens de paiement.

Tableau 2 – Europe : Structure du patrimoine des ménages 1980-2000 (en % du total)

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Monnaie et dépôts	1980	42.8	64.2	66.7	65.9
	1990	32.3	52.1	40.3	4.5
	1998	22.1	40.8	31.0	28.8
	2000	22.8	36.2	26.4	24.9
Instruments de marché monétaire	1980	0.1	0.2	0.0	9.5
	1990	0.1	0.4	2.1	12.7
	1998	0.1	0.1	0.5	2.3
	2000	0.1	0.0	0.0	1.0
Obligations	1980	5.4	12.7	10.2	8.2
	1990	1.8	15.2	4.0	18.9
	1998	1.4	11.6	2.6	21.0
	2000	1.2	10.8	1.9	17.9
Actions	1980	13.7	4.8	13.3	10.3
	1990	17.6	6.0	26.8	20.6
	1998	16.6	15.3	33.0	19.5
	2000	17.9	16.7	38.4	26.0
Fonds mutuels	1980	1.1	0.0	2.5	0.0
	1990	0.7	4.5	14.0	2.2
	1998	3.9	9.4	9.4	17.1
	2000	6.0	12.1	9.0	17.6
Assurance vie et Fonds pensions	1980	36.8	18.1	7.3	6.1
	1990	47.5	21.8	12.8	8.5
	1998	55.8	22.8	23.6	11.4
	2000	51.9	24.2	23.9	12.7
Total en % du PIB	1980	117.3	93.7	94.8	84.8
	1990	200.5	121.7	137.3	166.2
	1998	302.4	160.7	198.1	204.1
	2000	300.4	167.7	229.6	225.1

Source : Byrne et Davis 2002

1.1.3 Effets sur le système financier lui-même

Le niveau du rapport actifs totaux du secteur financier sur PIB est un indicateur de la taille des marchés financiers, mais aussi du potentiel pour une structure d'intermédiation différenciée. Sans exception, le ratio actifs/PIB a doublé dans les quatre économies concernées ; le niveau du Royaume-Uni est un reflet de la position de Londres comme un centre financier global, mais résulte aussi du fait que les fonds pension et les assureurs y sont hautement développés.

Si on regarde la structure des actifs du secteur financier (les banques centrales comprise), on voit que ceux-ci sont concentrés sur les crédits et titres mobiliers (obligations et actions). En 2000, les obligations et les actions comptent pour plus de 40% des actifs totaux en Italie ; pour les trois autres, cet part est inférieure a 40% mais toutefois considérable. Dans toutes les économies concernées, le ratio des crédits tend à diminuer, très fortement dans certains cas comme la France.

Au total, cela reflète la « titrisation » de l' intermédiation financière. D'un côté, ceci représente une évolution du financement vers des relations dans lesquelles l'information publique joue un rôle central en contraste avec la relation essentiellement privée qui caractérise la relation banque/entreprise. Au total, même quand l'innovation financière qui accompagne le processus peut rendre les marchés opaques jusqu'à un certain degré, la titrisation représente une transparence du marché plus importante.

Tableau 3 – Europe : Actifs des secteurs financiers 1980-2000 (en % du total)

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Monnaie et dépôts	1980	17.9	4.0	30.4	20.9
	1990	30.1	6.2	28.1	19.4
	1998	27.3	12.7	26.0	12.3
	2000	27.6	12.6	25.1	12.6
IMM	1980	2.4	0.4	1.8	7.4
	1990	4.6	0.4	7.3	3.4
	1998	3.6	0.3	8.7	2.4
	2000	3.3	0.6	8.7	0.9
Crédits	1980	56.1	78.4	53.0	43.2
	1990	36.3	69.3	43.0	50.2
	1998	26.5	49.0	26.5	40.2
	2000	27.2	44.9	23.7	41.3
Obligations	1980	12.1	11.3	4.9	20.9
	1990	9.3	15.8	12.0	19.5
	1998	16.0	22.4	16.5	28.7
	2000	7.0	20.0	14.6	24.4
Actions	1980	10.0	2.4	3.7	1.7
	1990	18.1	4.7	5.5	5.9
	1998	24.2	12.2	15.5	14.8
	2000	24.1	15.6	20.8	18.5
Fonds mutuels	1980	1.4	0.0	0.0	0.0
	1990	1.7	1.6	2.1	0.0
	1998	2.4	3.3	4.7	0.6
	2000	2.3	5.9	6.6	1.5
Reserves banque centrale (or monétaire et SDRs)	1980	n/d	3.4	6.3	5.8
	1990	n/d	2.0	2.0	0.6
	1998	n/d	0.1	0.6	0.9
	2000	n/d	0.5	0.5	0.8
Total en % du PIB	1980	213.2	162.0	202.7	152.3
	2000	625.6	347.7	409.7	239.9

Source : Byrne et Davis 2002

Les actifs des investisseurs institutionnels tendent à croître en tandem avec l'expansion des actifs du secteur financier en général ; l'accumulation élevée des ressources financières dans l'économie va de pair avec une croissance de l'intermédiation financière par les zinzins. Concernant les fonds pension et l'assurance vie, le Royaume-Uni est plus avancé que les autres, car le démarrage de la croissance du secteur est arrivé plus tôt. L'explication de cela est assez simple ; le taux de remplacement du système de retraite par répartition au Royaume-Uni est faible (couramment autour de 30% et prévu en baisse vers 25%). L'implication ici c'est que les ménages n'ont pas le même niveau de « patrimoine social » que les économies continentales où le taux de remplacement est plus élevé, conduisant à une demande soutenue pour des produits d'épargne contractuelle destinés à soutenir les revenus de la retraite. En conséquence, les fonds mutuels, en général perçus comme plus risqués à court terme, sont moins développés par rapport au PIB.

En revanche, la répartition des actifs institutionnels entre assurance-vie/fonds pension et fonds d'investissement dans les économies continentales est plutôt inversée. En France, les fonds d'investissement arrivent à un ratio actifs/PIB qui est comparable à celui des assureurs-vie et des fonds pension ; en Italie, les actifs des fonds d'investissement sont bien supérieurs à cette épargne contractuelle. La conclusion qu'on est tenté de tirer ici c'est qu'un taux de remplacement par le système de sécurité sociale plus élevé, permet aux ménages continentaux de diriger leur épargne vers des produits plus liquides car non contractuels, généralement risqués et d'une durée de détention relativement courte par rapport à l'assurance vie et les fonds pension.

Tableau 4 – Europe : Actifs des investisseurs institutionnels 1980-2000
(en % du PIB)

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Assurance-vie et fonds pension	1980	36.7	19.5	7.6
	1990	89.6	33.9	18.4
	1998	166.2	48.1	58.7
	2000	168.2	55.9	69.3
Fonds mutuels	1980	5.7	N/d	n/d
	1990	11.6	9.2	30.4
	1998	25.5	28.1	45
	2000	32.4	40.4	60.6

Source : Byrne et Davis 2002

Les conséquences générales pour le secteur bancaire sont clairement visibles dans le tableau 5 ; sous la pression concurrentielle des zinzins²⁰, la structure des actifs bancaires dans les économies continentales a évolué de plus en plus vers les actions et les fonds mutuels, ce qui n'a pas été le cas au Royaume-Uni.

²⁰ Le secteur bancaire à généralement vu sa position concurrentielle vis-à-vis des zinzins empirer au cours des années 1990. Dans un environnement de taux d'intérêt baissiers, la rémunération des produits d'épargne traditionnels fournis par le secteur bancaire, (enjeux de ressources bancaires), n'a pas été très compétitive par rapport aux OPCVM et autres produits liés aux

Tableau 5 – Europe : Actifs du secteur bancaire, 1980-2000 (en % du total)

		Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie
Monnaie et dépôts	1980	25.0	0.5	31.2	23.0
	1990	38.0	0.3	35.1	27.0
	1998	33.7	8.4	36.1	17.0
	2000	34.9	9.0	35.0	16.2
IMM	1980	2.5	0.4	1.9	8.4
	1990	5.8	0.5	3.5	4.3
	1998	4.8	0.4	10.5	2.2
	2000	4.2	0.8	9.3	0.7
Prêts	1980	69.1	83.4	55.9	36.3
	1990	49.9	80.7	54.1	46.5
	1998	44.6	61.7	33.8	57.2
	2000	45.8	59.5	32.3	58.9
Obligations	1980	2.0	10.1	2.5	24.0
	1990	4.8	13.3	5.1	18.3
	1998	11.7	20.7	7.7	17.6
	2000	7.0	19.5	7.6	14.6
Actions	1980	0.0	1.6	1.9	1.5
	1990	1.4	2.4	1.6	1.6
	1998	2.3	6.4	9.2	5.4
	2000	2.9	7.9	13.3	7.9
Fonds mutuels	1980	1.3	0.0	0.0	0.0
	1990	0.0	0.3	0.6	0.0
	1998	0.0	2.2	1.3	0.1
	2000	0.1	2.7	1.9	0.3
Reserves BC (or monétaire et SDRs)	1980	n/d	3.9	6.6	6.9
	1990	n/d	2.5	N/d	2.3
	1998	n/d	0.2	0.8	1.4
	2000	n/d	0.6	0.7	1.3
Total en % du PIB	1980	134.6	142.5	193.0	128.3
	1990	263.2	178.2	209.4	98.9
	1998	315.2	232.0	249.3	140.2

marchés financiers, alors en plein boom. Du coup le secteur bancaire a dû se tourner de plus en plus vers les mêmes marchés afin de re-gagner des parts de marché de l'épargne et retrouver une rentabilité acceptable.

LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LA STABILITÉ FINANCIÈRE

	2000	346.0	251.8	276.3	151.4
--	------	-------	-------	-------	-------

Source : Byrne et Davis 2002

1.1.4 Conclusion

Une phase de désintermédiation bancaire. Le paysage financier général a été fortement modifié au cours des années 1990 et c'est bien là la première conclusion de l'analyse présentée dans les sections précédentes. La montée en puissance des investisseurs institutionnels est un phénomène qui a largement défini les nouveaux contours de ce paysage. Du coup, les paramètres de l'intermédiation financière ont été modifiés : le secteur bancaire a vu son rôle décroître dans le processus de mise en adéquation des secteurs à capacité d'épargne avec les secteurs à besoin de financement de l'économie. C'est ce que l'on a appelé la « désintermédiation bancaire ». Par contre les assureurs, les fonds d'investissement et les fonds pension ont joué un rôle croissant. En conséquence, le secteur bancaire a été obligé de chercher des sources de revenus alternatifs. Il a développé de nombreuses innovations financières afin de capter une part des marchés en expansion. Il vend aussi à présent des sicav et des produits associés.

1.2 Quels sont les risques de la nouvelle donne financière ?

Les performances de la gestion jugées par rapport aux indices de références (« benchmarks »). Il est commercialement dommageable pour un « zinzin » d'afficher une performance annuelle inférieure aux fameux grands indices de référence (Cac 40, Nasdaq, Footsie, etc...). En effet comment justifier aux clients que tandis que le marché effectuait un gain de 10%, votre stratégie de gestion d'actifs a sous-performé avec des gains de seulement 2% ? Si les horizons de placements sont théoriquement longs, les performances de la gestion sont malheureusement jugées à court terme et sur la base unique du rendement, reléguant le niveau de risque pris et la performance de long terme à des plans secondaires voire inexistant.

Le focus sur la performance de court terme dans un environnement concurrentiel est source de dysfonctionnements :

Comme nous le verrons dans les sections suivantes, l'obligation de la performance de court terme dans un environnement concurrentiel implique :

- des horizons de placements courts ;
- des prises de risques excessives que l'on retrouve ensuite dans la structure du patrimoine financier des ménages ;
- des comportements moutonniers déstabilisants et qui implique une allocation des capitaux inefficace ;
- une influence négative sur la gouvernance d'entreprises.

1.2.1 Des horizons de placements courts...

Les horizons de placements sont de plus en plus courts. Un gestionnaire de portefeuille institutionnel peut rarement se permettre de sous performer le marché pendant plusieurs années. Donc il doit avoir des horizons de placements de court terme, puisque les critères d'évaluation de sa performance sont eux aussi à court terme. D'ailleurs, les investisseurs institutionnels semblent adopter des horizons de plus en plus courts, avec une évaluation de leurs investissements sur une base de 1-3 années. Le temps moyen de détention des actifs est également devenu plus court, de 7 ans dans les années 60 à environ 2 ans aujourd'hui. Naturellement, la durée de détention d'un actif peut varier selon les types d'investisseur.

Les spécificités nationales sont essentielles. En effet, en France l'épargne gérée par les zinzins est une épargne à horizon de placements de moyen terme voire de court terme (épargne salariale détenue pour moins de cinq ans en moyenne, assurance vie à horizon de 8 ans, OPCVM sans engagement contractuel de long terme). Ceci s'oppose aux horizons d'engagements des fonds de pension qui sont par nature beaucoup plus longs. C'est pourquoi pour combattre le « court-termisme » de la gestion institutionnelle en France notamment il faut développer les fonds de pension. Mais attention, aux effets de second rang : aux Etats-Unis la plupart des fonds de pension confient la gestion de leur épargne à des fonds, dont ils évaluent la performance sur des bases temporelles courtes, réintroduisant de fait des comportements court-termiste dans la gestion. Ainsi aux Etats-Unis, 80% des avoirs des fonds de pension sont externalisés. (Sauviat, 2001).

Allonger les horizons de placement des fonds pension implique de limiter la pression concurrentielle qui pour eux s'exprime surtout à travers la gestion déléguée et via des obligations de rendement élevées. La régulation devra donc s'attacher à limiter les rendements obligatoires des fonds pension. En suite, elle devra soit imposer une gestion pour compte propre soit dans le cadre de la gestion déléguée, imposer des mandats de gestion longs afin de limiter les pressions sur une performance à court terme.

1.2.2 ... et pousse à une plus grande prise de risque que celle justifiée par les engagements

Les OPCVM ne gèrent pas une épargne longue et stable, certes. Les OPCVM méritent un commentaire particulier à ce stade; en termes de stabilité financière, les fonds d'investissement ne sont pas à considérer de la même manière que les fonds de pension et les assureurs, puisqu'ils sont sujets à des retraits d'épargne plus rapides. Essentiellement, les OPCVM sont des « pools » de ressources financières gérées en commun afin de diversifier les placements et donc de réduire le risque. Le « pool » peut subir des retraits immédiats de la part des détenteurs des parts, tels que les ménages. Dans le cas des retraits, les OPCVM se verront forcés de vendre les titres correspondants. En d'autres termes, les OPCVM sont potentiellement sujets à des « runs » (ou retraits massifs des dépôts) de la même façon que les banques. Logiquement, ceci peut contribuer à la volatilité du marché boursier.

Contrairement aux assureurs vie et à fortiori aux fonds de pension. Au contraire des OPCVM, l'assurance-vie et les fonds pension ont des relations avec leur clients plutôt stables: les placements dans ses produits sont une forme d'**épargne contractuelle**, très importante dans le portefeuille des ménages. Puisque la relation entre client et institution est plus durable (et régulée) que dans le cas des OPCVM, les fonds pension et les assureurs-vie constituent à priori une forme de capitaux institutionnels différente : ils sont enclins à prendre des engagements à plus long terme.

Une prise de risque croissante des assureurs vie et des fonds de pension. Ces dernières années témoignent d'une prise de risque croissante par les assureurs et les fonds de pension. Si l'on mène une analyse superficielle, on peut dire que les assureurs et fonds pension ont été attirés par les tendances boursières ; la hausse a permis l'introduction et la croissance de produits tels que l'assurance-vie sur supports unités de compte, et les comptes retraite à cotisations définies. En conséquence, la part des actions dans les actifs totaux s'est élevée fortement, surtout chez les assureurs. Le risque sous-jacent de solvabilité de ces institutions est mis en question. En outre, la demande renforcée pour des actions a contribué à la hausse de la bourse et au gonflement du prix des actifs.

Qui s'explique par la baisse des rendements des produits traditionnels.... Mais l'une des raisons fondamentales de ce comportement se trouve dans les tendances macroéconomiques des années 1990. Comme on le voit sur le graphique 7 ci-dessus, le rendement des titres de dette publique, placements traditionnels du secteur, est fortement en baisse. Pendant les années 1990, le rendement moyen des obligations gouvernementales du G7 a été de 6.5% ; en général, des niveaux de rendements de ce type sont aisément commercialisables. Mais vers la fin des années 1990, ce rendement a décliné vers 4%, comparé à 9% en début de la période. En conséquence, pour soutenir la compétitivité de leur produits sur les marchés de l'épargne, les assureurs se sont vus dans l'obligation d'accroître leurs placements risqués (augmenter le profil risque/rendement) ; du coup la détention totale d'obligations d'Etats a décliné, et la détention des risques associés avec les secteurs entreprises (dérivés de crédit, obligations et actions) a augmenté fortement. Les souhaits des assureurs de libéraliser leurs portefeuilles, largement couronnées de succès, ont contribué à ces évolutions. Les mêmes observations sont en général valides pour les fonds pension. (Rapport annuel de GDV 2002).

Graphique 7 – Rendement obligataire moyen des G7 1990-2002

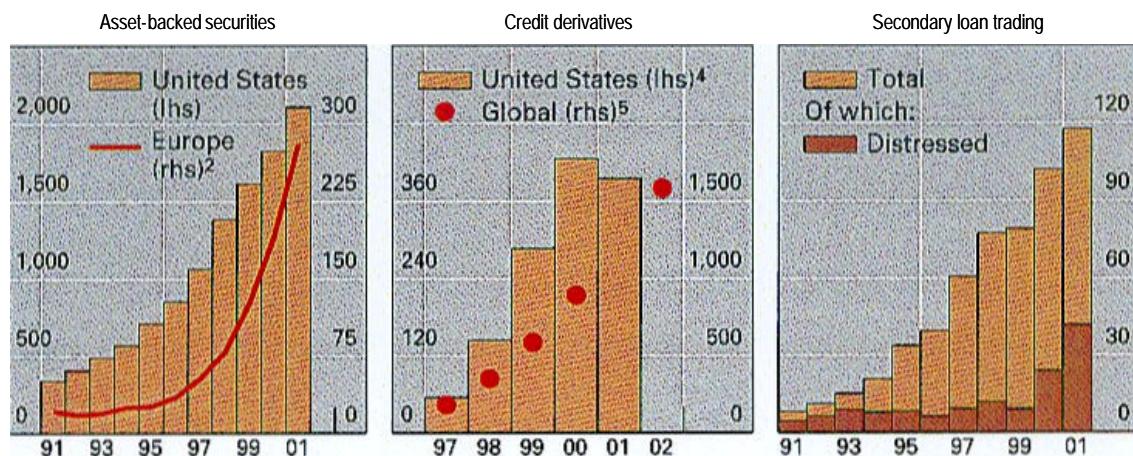


Source : Datastream - Calcul BIPE

....et l'innovation financière, qui introduit des risques d'un genre nouveau L'innovation financière a aussi contribué à l'élévation des risques absorbés par les assureurs, et en particulier des risques qui sont générés par les crédits bancaires aux entreprises. Aux Etats-Unis cela s'est fait via des « credit default swaps », un forme d'assurance pour le secteur bancaire en cas des faillites dans le secteur non-financier. La globalisation financière a impliqué qu'une partie de ses risques ont été ainsi transférés en Europe. En d'autres termes les assureurs européens ont absorbé des risques bancaires originaires des Etats-Unis via l'innovation financière, introduisant ce faisant des contraintes potentielles de liquidité, alors que leurs contraintes traditionnelles sont surtout à long terme via l'adéquation actifs / engagements à long terme.

Graphique 8 – Le transfert des créances bancaires vers le marché synonyme de transfert du risque bancaire vers les zinzins

Indicateurs de transfert du risque de crédit



BIPE - Novembre 2002

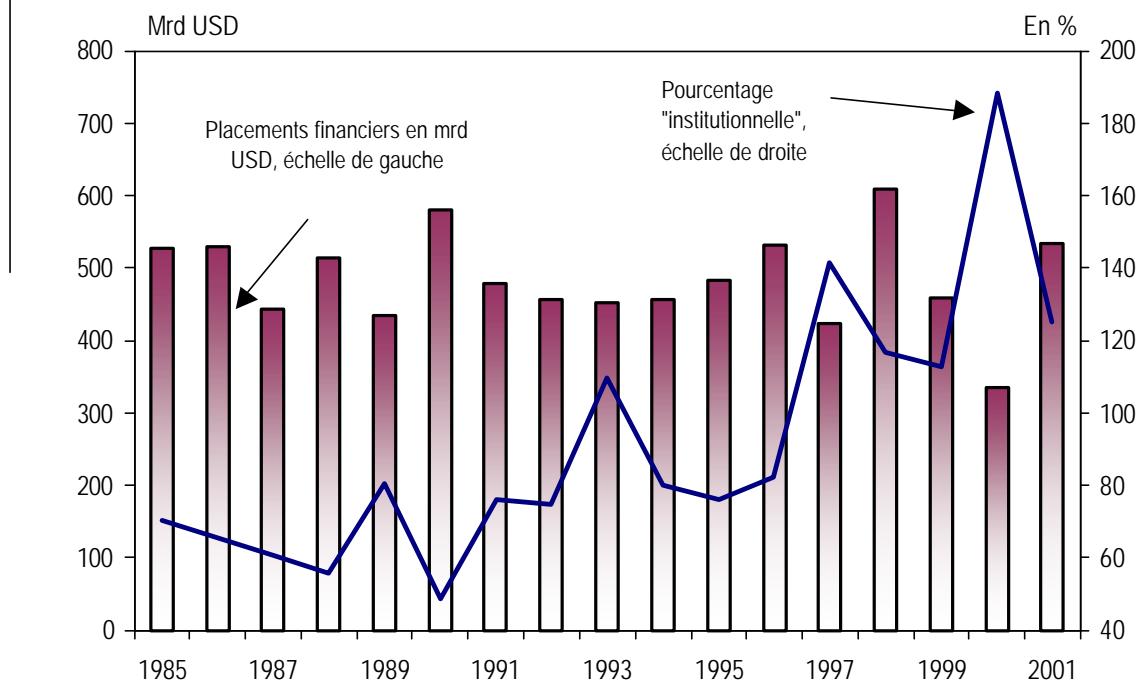
Source: BRI

La régulation visant à rallonger les horizons de la gestion présentée au point précédent traite en partie ces problèmes ; toutefois il convient de limiter les classes d'actifs autorisées. Il s'agit aussi d'assurer une adéquation entre les actifs détenus et les engagements à long terme.

1.2.3 Une montée du risque dans le patrimoine financier des ménages

Pour les ménages on peut identifier des risques avec la montée en puissance des zinzins. En général, l'intermédiation institutionnelle favorise une montée du risque dans le patrimoine financier des ménages. En ce qui concerne la frontière risque/rendement pour les particuliers, on note que le risque est réduit par rapport à la détention directe des titres, mais il n'est pas éliminé. En fait, comme nous allons voir ensuite, le poids croissant des parts en fonds d'investissement dans les actifs financiers des ménages implique tautologiquement une augmentation de l'exposition du patrimoine financier des ménages au risque de marché, car cette croissance s'est effectuée au détriment des produits d'épargne traditionnels.

Graphique 9 – Poids des placements auprès d'institutionnels dans les flux de placements financiers globaux des ménages américains 1985-2001²¹



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds, calculs BIPE

Un poids croissant de la gestion institutionnelle, au delà des crises. Mais les poids respectifs des secteurs bancaires et institutionnels dans la gestion de l'épargne et le financement de l'investissement ne sont pas fixes et pourraient évoluer à nouveau vers de la ré-intermédiation bancaire. D'abord, l'évolution des marchés boursiers dans la deuxième moitié des années 1990, soutenue par des anticipations plutôt irréalistes de rendements des investissements, a biaisé l'allocation des flux d'épargne. Le graphique 9 rappelle l'exemple américain : au cours de la période 1985-2001, le poids des investisseurs institutionnels dans les placements financiers des ménages a fortement augmenté, et ce surtout depuis 1995. Les effets des crises financières (krach boursier en 1987, crise asiatique en 1997, éclatement de la bulle nouvelle économie en 2000-2001) sur l'allocation des placements sont visibles. Toutefois la tendance reste orientée vers un poids croissant des investisseurs institutionnels. Quand le niveau est au dessus de 100% ceci implique que les autres placements (non-institutionnels) subissent des sorties nettes.

La hausse de la part des produits risqués dans le patrimoine des ménages. Pendant la longue vague de hausse des marchés boursiers des années 1990, les fonds d'investissement ont renforcé leur position dans le patrimoine financier des ménages dans toutes les économies occidentales. Même quand les ménages ont diminué le risque en substituant des fonds d'investissement à la détention directe de titres, ceux-ci et les autres véhicules risqués ont reçu des flux d'épargne de plus en plus importants, ce qui au total a augmenté fortement la part du patrimoine financier des ménages qui était exposée au risque d'un effondrement des marchés financiers. Cela s'est effectué via des campagnes commerciales plutôt agressives, qui

²¹ La somme des placements en fonds mutuels, fonds du marché monétaire, assurance-vie et fonds pension en pourcentage des placements totaux.

soulignaient l'offre d'un rendement des investissements supérieur aux produits bancaires classiques²². Le risque encouru en conséquence a souvent été mis de côté. D'autres produits et véhicules d'investissement plus risqués ont aussi connu un succès marqué, tels que les contrats d'assurance vie en unité de compte, et les comptes d'épargne retraite comme les 401(k) aux Etats-Unis et l'autre fonds de pension à cotisations définies. La conséquence pour l'évolution des patrimoines financiers est un fort gonflement de sa croissance vers la fin des années 1990 et depuis 2000 une réduction des taux de croissance vers des niveaux plus modestes et dans la majorité des cas, négatifs. L'intermédiation institutionnelle offre des avantages pour les particuliers par rapport à la détention directe des titres, mais quand le poids total des investissements dédiés dans le patrimoine financier des ménages s'accroît, le risque total s'accentue, car l'exposition aux marchés financiers est renforcée.

Les zinzins influencent la structure de la demande des ménages en produits d'épargne. Les tendances à la fin des années 1990 nous démontrent que les zinzins ne sont pas seulement des conduits neutres de l'épargne. Au contraire, ils possèdent des moyens pour structurer la demande des ménages en produits d'épargne. Les réputations professionnelles, les ressources informatiques et techniques, les campagnes marketing et l'accès aux marchés offerts par des gestionnaires peuvent être des éléments fortement persuasifs pour attirer les fonds des épargnants.

Le développement des fonds pension CD renforce la prise de risque des ménages. Du point de vue des réformes des systèmes de retraite en Europe il faut souligner deux tendances qui en commun peuvent renforcer la prise de risque des ménages (et partant l'accumulation de risque dans le système financier). D'abord, l'introduction d'un pilier de retraite par capitalisation dans ces systèmes signifie en soi l'introduction inévitable du risque financier dans les placements de ressources financières pour assurer des revenus pour les retraites. Mais le niveau de risque est déterminé par les choix concrets réalisés.

On note un poids plus important aux Etats-Unis des actions dans les portefeuilles des 401(k) et des plans à CD, par rapport aux portefeuilles des fonds de pension à PD gérés par des professionnels. La raison est simple : **les ménages veulent maximiser la pension future perçue en minimisant les flux d'épargne présents, ce qui permet de maximiser la consommation sur le cycle de vie.** L'unique façon de réaliser ceci, c'est de maximiser les rendements, ce qui revient à augmenter la part des actions et des obligations risqués dans le portefeuille dédié à l'épargne retraite. Dans un système de libre choix d'épargne retraite, les investisseurs individuels vont toujours accumuler plus de risque, surtout avec l'avènement d'un marché fortement concurrentiel des produits qui favorisent ce type d'offre. Ce d'autant plus qu'ils n'ont pas toujours la culture financière requise, et donc n'ont pas forcément conscience des risques encourus.

La période de la hausse boursière a donc permis aux zinzins de développer un contrat avec l'épargnant où le risque encouru par ce dernier s'est nettement élevé. A l'heure actuelle, il est difficile d'entrevoir exactement comment cette nouvelle relation va évoluer; le déclin des marchés boursiers depuis mars 2000 laisse facilement penser que l'attractivité des produits risqués a diminué pour les ménages.

²² Les banques ont aussi participé à ce mouvement : elles ont vendu des SICAV pour reconquérir des parts de marché.

Ceci nous suggère que l'un des problèmes centraux de la régulation des zinzins est d'améliorer les flux d'informations vers le grand public sur la performance, les stratégies de placement et les risques attachés, comme le soulignait récemment le rapport Sandler au Royaume-Uni (cf. résumé en annexe).

Pour ce qui est des fonds de pension en particulier, les fonds à prestations définies (sauf si une alternative à cotisations définies comportant des garanties est considérée) témoignent d'une moindre prise de risque que les fonds à cotisations définies, et donc nous semblent préférables. De même, les fonds collectifs témoignent d'une moindre prise de risque que les fonds individuels. Ceci découle bien entendu du fait qu'un individu cherchera toujours à maximiser sa retraite future en minimisant ses cotisations présentes.

1.2.4 *Les comportements moutonniers sont rationnels et, vu la concentration des capitaux, déstabilisants*

Pour un gestionnaire, le marché a toujours raison. Dans l'environnement concurrentiel, il vaut mieux avoir tort avec le marché que tenter d'avoir raison contre lui pour les zinzins. Car la vérité mettra peut être du temps à éclater, et d'ici là, le marché pourrait sur-performer la position pris par le gestionnaire individuel. En outre, si les horizons de placements sont théoriquement longs, les performances de la gestion sont jugées à court terme (cf. point précédent).

Coller le marché ou essayer de s'en démarquer. Du coup, beaucoup de stratégies de placements sont tout simplement indicielles (les poids des actifs en portefeuille sont exactement ceux de l'indice de référence.) Les acteurs qui suivent ce genre de stratégies de portefeuilles ont donc par essence des comportements moutonniers puisque leur stratégie de placements est la résultante des évolutions moyennes du marché. D'autres zinzins adoptent des stratégies alternatives, mais ils ne peuvent pas durablement s'éloigner de la performance moyenne du marché sous peine d'être puni par les clients (qui voterait avec leur pieds, ou qui ,comme souvent aux Etats-Unis, attaquent le gestionnaire devant les tribunaux.....).

Les comportements moutonniers sont rationnels. Prenons un exemple : imaginons un gestionnaire de portefeuille dans un environnement concurrentiel, qui analyse les valeurs fondamentales d'une entreprise. Il porte un jugement positif sur la valeur de long terme de la société, dont le titre est à la peine en bourse. Il peut acheter le titre et tenter de nager contre le courant. Cela serait possible si son horizon de placements était vraiment long. Mais en réalité il sera jugé en fin d'année par rapport à la performance du marché. Il lui sera alors plus facile de défendre une performance en ligne avec la moyenne (« le courant »), que de justifier une performance en dessous de la moyenne. Du coup il est pour lui rationnel de suivre le comportement de la masse : c'est le concept de la rationalité mimétique.

Et déstabilisants. Les zinzins sont profondément impliqués dans la dynamique de bulle boursière des années 1997-2000 ; par exemple, plusieurs études ont indiqué que les introductions en bourse sur le marché boursier couronnée de succès sont souvent celles qui avaient été fortement souscrites par les zinzins. En bref, en raison de leur réputation d'investisseurs informés et professionnels, le simple fait de leur souscription peut attirer d'autres investisseurs, poussant le prix des émissions vers le haut. De notre point de vue, et dans la même logique, la bulle spéculative de la fin des années 90 a été nourrie et accentuée par un biais préférentiel des investisseurs institutionnels de plus en plus aigu pour des titres associés à la «nouvelle économie» (voir annexe 2 pour l'introduction boursière de Lycos, un portail internet en mars 2000). On peut effectivement regarder ceci comme un comportement moutonnier qui s'est développé subrepticement au cours des années 1990 pour culminer en 2000. De façon symétrique, l'effondrement des marchés à partir de Mars 2000 s'est produit largement en raison d'un «flight to security», initié par les zinzins en raison de leur poids dans les marchés.

Etant donné le degré de concentration des capitaux entre les mains des zinzins, les effets déstabilisateurs de comportements moutonniers sont renforcés. Jusqu'ici dans la période de l'après guerre, l'effet a plutôt été tangible au niveau international dans la séquence de crises financières qu'on a vécue (crise mexicaine, la crise asiatique). A cette époque, les flux financiers gérés par des zinzins ont contribué fortement à déstabiliser des régions économiques entières. Dans ces cas, c'était la préférence pour un portefeuille plutôt domestique des zinzins qui a dicté la retour des capitaux investis préalablement dans des marchés émergents.

La situation actuelle est différente : nous faisons actuellement face à une crise généralisée, c'est à dire autant domestique qu'internationale pour les économies occidentales. Ceci veut dire que avec la concentration des capitaux, il devient maintenant urgent d'assurer que les investisseurs institutionnels ne se comportent pas comme des spéculateurs. Pour cela il convient de réfléchir aux implications de leur luttes pour les parts de marché de l'épargne qui les poussent à adopter des comportements risqués pour pouvoir réaliser des rémunérations potentiellement plus fortes.

C'est pourquoi la régulation doit s'attacher à limiter les prises de risques excessives des zinzins, soit en limitant la concurrence, soit en limitant les rendements offerts, soit en régulant les allocations de portefeuille d'une manière ou d'une autre. Ce type de régulation nous paraît difficilement réalisable pour des zinzins autres que les fonds de pension.

1.2.5 *Le raccourcissement des horizons de placements influence négativement la gouvernance d'entreprise et l'allocation des capitaux*

Les fonds de pension gardiens potentiels de la création de valeur économique. Les petits actionnaires individuels, au poids limité dans les décisions de l'entreprise, ne peuvent pas efficacement contrôler les directeurs qui agissent en leur nom (problèmes principal-agent). Dès lors, la concentration de l'actionnariat dans les mains d'investisseurs institutionnels peut pallier ce problème. En effet, de par leur poids dans le capital, ceux-ci peuvent influencer les actions des dirigeants. Autrement dit, la concentration du pouvoir par les investisseurs institutionnels

peut améliorer le rendement du capital à travers une meilleure gouvernance de la gestion²³. Ceci est d'autant plus vrai que les investisseurs institutionnels s'engageraient à long terme.

Des horizons de placements longs permettent d'éviter les risques de «court-termisme». Plus l'horizon d'investissement est long, plus le rapport entre les zinzins et l'entreprise sera stable, et moins il y aura de pression sur la rentabilité à court terme qui pénaliserait les investissements stratégiques avec un retour sur investissement de long terme. L'exemple sans doute le mieux connu d'une institution qui applique cette stratégie d'investissement est celui du CalPERS (California Public Employee Retirement System), un fonds de pension avec un capital de plus de USD100md. CalPERS est reconnu comme précurseur dans l'évolution de la gouvernance d'entreprise aux États-Unis (et même plus largement), non seulement en termes d'augmentation du rendement du capital, mais également en termes d'intérêts éthiques, sociaux et environnementaux suscités.

Malheureusement les stratégies de placements de long terme ne dominent pas. Le modèle CalPERS n'est pas le modèle le plus répandu (cf section 1.2.1).

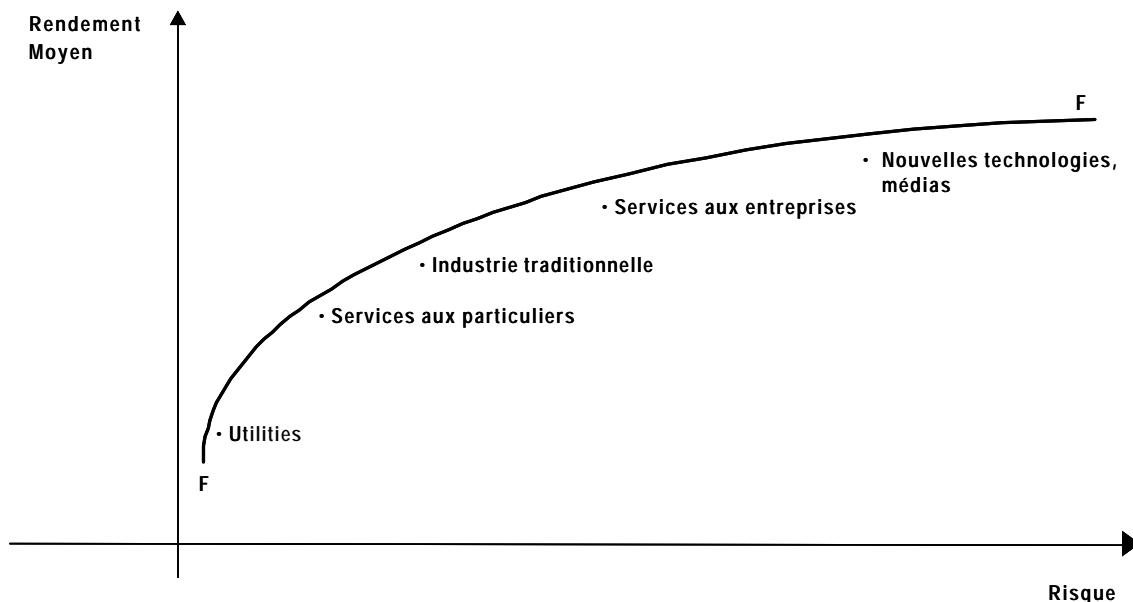
Avec des implications négatives diverses. La pression sur la rentabilité des investissements financiers risque de défavoriser les dépenses de capital, la R&D, la publicité et le marketing, et surtout les salaires et l'emploi. Il y a un risque réel que cette pression pousse les sociétés à lisser les profits et donc à utiliser d'autres facteurs pour absorber un ralentissement économique (masse salariale, etc.). Du point de vue macroéconomique, la part croissante des investisseurs institutionnels pourrait donc plutôt se traduire par un renforcement des cycles économiques. La zone euro est moins exposée à ce risque que les États-Unis, même si le pouvoir des investisseurs institutionnels a fortement augmenté en Europe.

Un manque de discrimination sectorielle des marchés actions ? Certains secteurs génèrent des revenus réguliers en croissance modérée, d'autres connaissent des croissances plus fortes mais sujettes à de plus fortes fluctuations et donc plus incertaines.

Le problème est que l'on a l'impression que des rentabilités similaires sont exigées quels que soient les secteurs. En d'autres termes, les secteurs à croissance légitimement lente sont contraints d'afficher des résultats compétitifs au détriment parfois de stratégies de long terme. Si tel est le cas, l'allocation du capital n'est pas optimale.

²³ Ou en termes plus théoriques, accroître le retour sur capital en réduisant les coûts d'agence, c'est à dire les inefficacités potentielles qui surgissent entre l'actionnaire et le manager ont des intérêts qui ne sont pas nécessairement identiques.

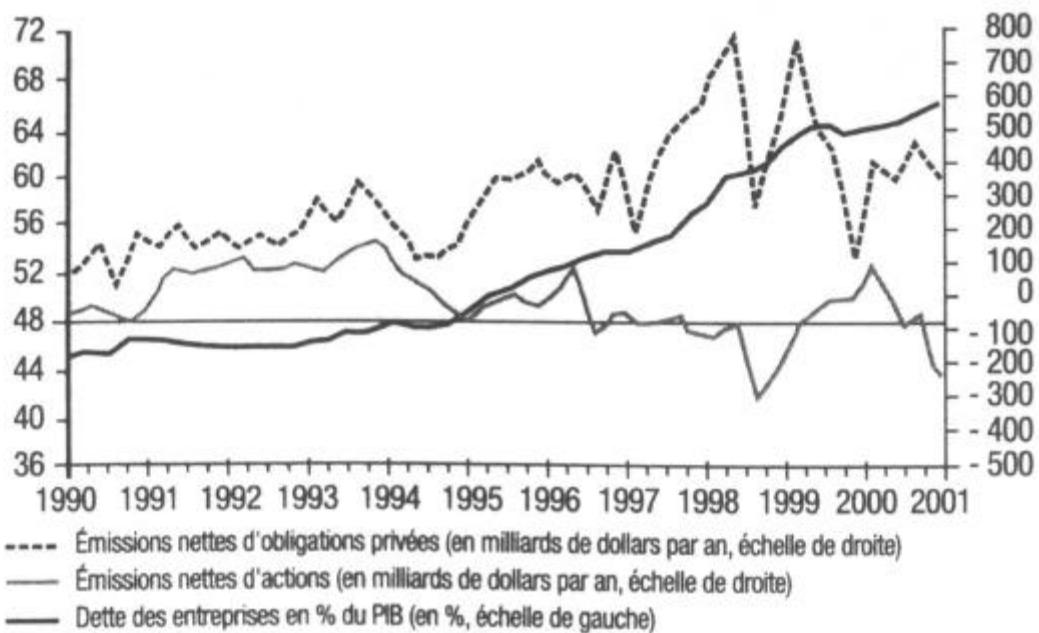
Graphique 10 – Les secteurs offrent des couples risques/rendements différents



La rentabilité accrue implique une contrepartie en termes de risque, avec la montée de l'endettement. Aux États-Unis, depuis le début des années 90, on a assisté à une envolée des rendements sur actions (les fameux ROE, ou Return on Equity), critère le plus usité de la performance des entreprises (sauf les entreprises financiers ou le ROA «return on assets» domine l'analyse). Ceux-ci sont passés de 12 % en moyenne à 17 %. Or, dans le même temps, la rentabilité macroéconomique définie selon le rapport rendement/capital productif ne s'est que faiblement accrue. C'est que la hausse des ROE a été largement obtenue par une croissance de l'endettement des entreprises, permis par un coût du capital historiquement bas, qui permet mécaniquement une hausse du rendement sur actions puisqu'il n'y a pas d'émission d'actions nouvelles. Pire, cet endettement nouveau a parfois été employé pour racheter des actions afin de se prémunir contre des risques de rachat ! Le problème est que cet accroissement de l'endettement est porteur d'un risque de faillite plus élevé, qui ne se révèle que dans les phases de ralentissement économique.

Les régulations envisagées dans les points précédents visent à limiter ces incidences macroéconomiques fâcheuses, tout en préservant les apports des investisseurs institutionnels au système financier au sens large.

Graphique 11 – États-Unis : Effet de levier à la base de la hausse des rendements sur actions



Source : CDC Ixis

2 Les zinzins au cœur des crises financières modernes ?

Nous allons analyser les types de crises financières pour lesquelles on peut supposer que les zinzins jouent un rôle important. L'analyse est largement qualitative car des données sur les transactions individuelles sont difficilement accessibles.

Du rôle des zinzins dans les enchaînements boursiers des 7 dernières années. Les niveaux de risques accumulés par le système financier peuvent s'analyser dans le contexte contemporain (les événements des marchés boursiers de 1998-2002). Les événements qui ont suivis l'éclatement de la bulle « nouvelle économie » en mars 2000 constituent-ils une crise financière ? D'après l'un de nos interlocuteurs²⁴, la longue baisse des marchés boursiers constituent un « classic bear market » (marché baissier classique), et pas encore une vraie crise financière en termes d'effondrement de la liquidité (la capacité des marchés à absorber des volumes importants de transactions sans entraîner des fluctuations de prix trop importantes comme cela c'est passé lors de la crise asiatique ou la faillite du fonds LTCM). Toutefois même en acceptant cet argument, il y a toujours le risque que ce marché baissier se transforme en crise de l'économie réelle, en raison du durcissement induit des conditions de crédit qui, souvent, suivent une baisse des marchés boursiers. Le point important à examiner ici est l'accumulation du risque dans le système financier sur la période 1998-2002 et le rôle joué par les investisseurs institutionnels. Au total, il nous semble que les zinzins ont joué un rôle central dans l'émergence de la bulle (1996-2000) et son éclatement (2000-2002).

Par « crise financière » on entend ici des déstabilisations économiques générées par les mouvements abrupts de taux de change, les retraits importants de capitaux, etc. En d'autres termes par crise financière on entend des épisodes au cours desquels **le système financier n'est pas capable d'assurer ses fonctions de base (chambre de compensation, allocation efficace du crédit face aux opportunités d'investissement), une situation qui aura des implications importantes pour l'activité économique réelle**. A noter ici que cette définition exclut la volatilité des prix d'actifs en soi ou un mauvais alignement entre les prix des actifs et les fondamentaux économiques. Ceci veut dire que l'on ne considère pas une bulle spéculative comme une crise en soi (même si elle en constitue la genèse); par contre la phase de correction (l'éclatement de la bulle) entraîne en général une crise de l'économie réelle.

Dans le contexte de cette étude, il est important de noter que les crises financières ne sont pas uniquement causées par les comportements des investisseurs institutionnels.

2.1.1 *Les crises financières : une typologie²⁵*

Même si elles paraissent diverses en termes de causes et de manifestations, l'expérience historique suggère qu'on peut distinguer trois types généraux de crises financières ou des périodes d'instabilité financières (Davis, 2002)

Des crises entraînées par des faillites dans le secteur bancaire dues à des pertes d'investissements ou à un excès de prêts non-performants. Les exemples de ce type de crise sont nombreux (le crise bancaire texane et la crise « Savings and Thrifts » aux USA entre 1979-

²⁴ Professeur E Philip Davis, Brunel University, Royaume-Uni ; entretien du 3 décembre 2002.

²⁵ Cette typologie est repris de Davis 2002.

89, la crise bancaire dans les pays nordiques en 1991-92, la crise asiatique en 1998), mais l'exemple le plus frappant est le cas Japonais depuis une décennie. Ce type de crise implique une contraction du crédit aux secteurs non-financiers de l'économie, et a donc des implications directes pour l'économie réelle. A noter que ce type de crise peut faire surface même dans des économies avec des moyens de financement alternatifs aux banques (marchés boursiers et obligataires. En d'autres termes, ce type de crise est dû à un endettement excessif qui fragilise le système financier ; les crises financières suivent un cycle d'expansion du crédit dû à un choc positif initial qui provoque du surinvestissement et une croissance excessive de l'endettement. Une phase de sous-estimation du risque par les prêteurs et/ou une inflation des prix des actifs injustifié, seront suivis par la déflation et un crise bancaire, dès lors qu'un choc négatif fera éclater la bulle. Pour certains économistes d'inspiration keynésienne ceci est une caractéristique « normale » du cycle économique (Kindleberger : 1978 ; Minsky : 1977).

Les crises dues à une volatilité extrême des prix des actifs financiers, souvent suite à un valorisation excessive générée par un changement radical des anticipations. Ce type de crise est au cœur de nos problématiques car, de nos jours, les acteurs principaux semblent être les investisseurs institutionnels. Ce qui nous intéresse ici ce sont les implications des fluctuations extrêmes des prix pour les autres institutions, financières ou non-financières. Souvent ces fluctuations résultent des comportements moutonniers ou des stratégies mimétiques des investisseurs institutionnels. Les mouvements soudains et violents des prix des actifs ne déclencheront pas nécessairement des crises systémiques. Mais, lorsque d'autres institutions ont pris des positions importantes sur les marchés, à un niveau de prix des titres élevé, le déclin peut provoquer des pertes en capital importantes pour les institutions concernées. Des exemples de ce type de crise incluent le krach de 1997, la crise du SME en 1992, le retournement du marché obligataire en 1994, et la crise mexicaine.

La troisième catégorie de crise est étroitement lié à la deuxième. Cette fois-ci la crise est caractérisée par **un assèchement prolongé de la liquidité des marchés financiers**. Du coup ces mêmes marchés perdent leur capacité à absorber une volume élevé de transactions sans générer une baisse soutenue des prix. Les comportements moutonniers des zinzins sont profondément impliqués dans ce type de crise. La capacité à faire face à ce genre de crise dépend de la maturité des marchés financiers qui leur permet de supporter les phases de volatilités élevées. Aussi la capacité des structures et des entités de régulation à contrecarrer un effondrement de la liquidité jouera un rôle essentiel (cf intervention de la FED dans la crise de liquidités suite au choc LTCM).

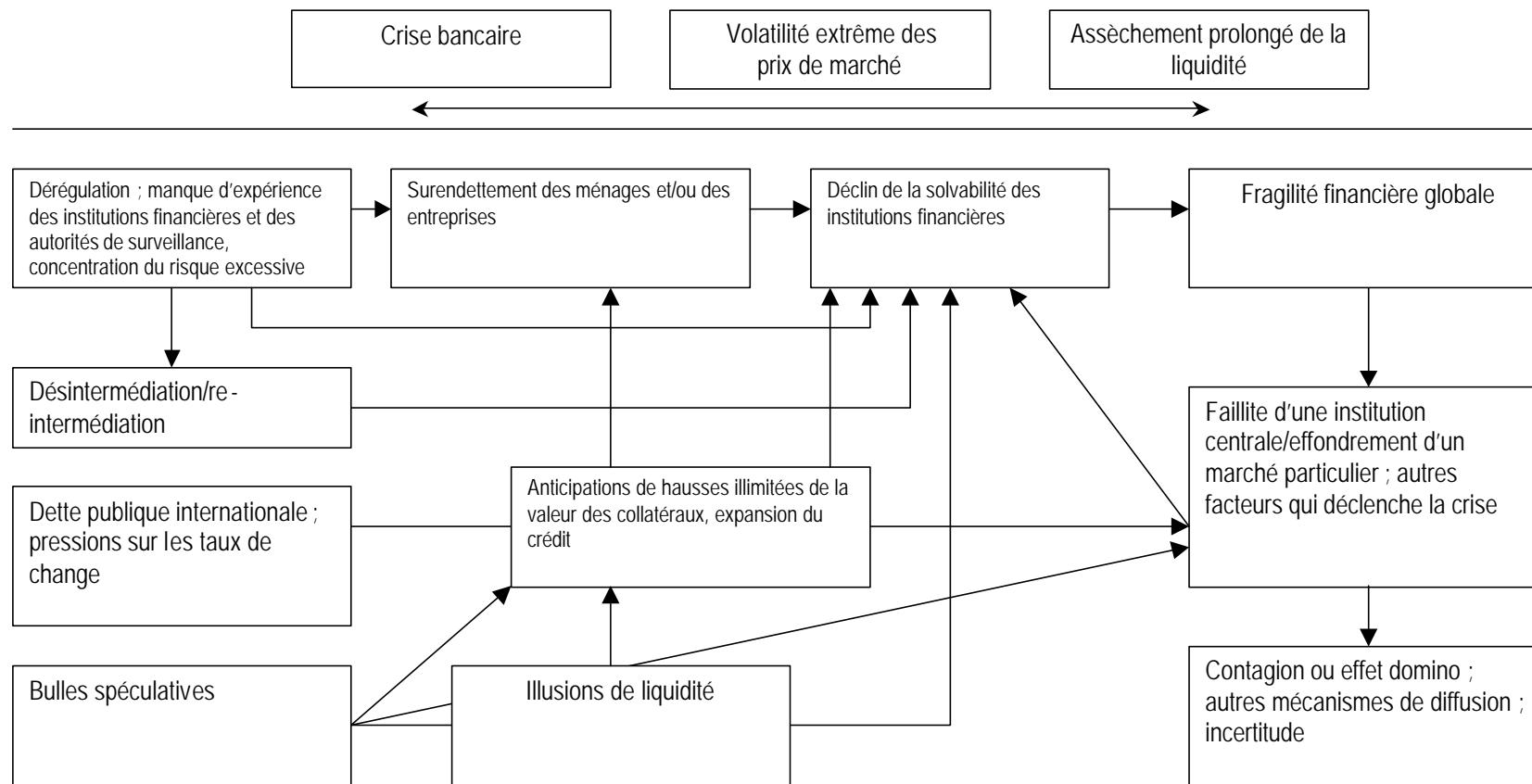
Dans ce dernier cas, les conséquences pour l'économie réelle peuvent être graves ; les risques sont aigus non seulement pour les acteurs qui détiennent des titres du marché financier, mais aussi pour les secteurs les plus dépendants de financements externes, **ce qui inclut aussi les banques, et les investisseurs institutionnels eux-mêmes**.

Historiquement, ce type de crise a plutôt caractérisé des marchés spécifiques et idiosyncrasiques qui attirent des investisseurs et emprunteurs très particuliers, par exemple le marché des « junk bonds ». Cependant, depuis la crise russe de 1998, et le sauvetage public aux Etats-unis du « hedge fund » LTCM (Long-Term Capital Management), ont sait que les conséquences d'un effondrement de la liquidité des marchés peut aussi menacer des marchés plus généraux et essentiels, par exemple les marchés boursiers des obligations d'entreprises et celui des titres de dette publique (Treasury bonds²⁶.)

²⁶ Effet de contagion : des investisseurs exposés à des risques d'effondrement d'un marché sont souvent obligés de vendre des titres détenus sur d'autres marchés.

Les crises de liquidité des marchés sont les plus graves qu'on puisse distinguer, non seulement en raison des « disruptions » que cela peut entraîner pour l'économie réelle, mais aussi pour la solvabilité des engagements des investisseurs institutionnels envers les ménages.

Graphique 12 – Eléments des crises financières



Source : BIPE

Tableau 6 – Eléments des crises financières 1970-2000

	Thrifts & Savings Crisis (EU, 1979-89)	Krach boursier 1987	Crise bancaire nordique 1990-91	Crise bancaire japonaise 1992	Crise SME 1992	Détournement du marché obligataire 1994	Crise mexicaine 1994	Crise asiatique 1997	Russie et LTCM 1998	<i>La crise « nouvelle économie » 2000- ?</i>
Accumulation excessive de dette	+	+	+	+		+	+	+	+	+
Inflation des prix des actifs	+	+	+	+		+		+	+	+
Concentration du risque	+	+	+	+		+		+	+	+
Changement de régime	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Nouveaux intermédiaires	+	+	+	+				+	+	+
Innovation financière	+	+			+	+			+	+
Politique monétaire restrictive		+	+	+	+	+	+	+	+	
Déclin de la solvabilité	+	+	+	+				+	+	+
« Rationnement de crédit »/ assèchement de la liquidité/ « bank runs »		+	+	+				+	+	+
Contagion entre marchés		+				+		+	+	
Transmission internationale		+			+	+	+	+	+	+
Actions des autorités	+	+	+	+			+	+	+	
Impact macroéconomique sévère			+	+	+	+	+	+		?
Défaillir de fonctionnement du système financier/effondrement économique				?				?		

Source : BIPE, Davis, 2001

L'éclatement de la bulle de la nouvelle économie depuis mars 2000, et les problèmes du secteur telecom et aussi d'autres secteurs, ont généré une volatilité des prix de marché très élevée. La déflation a provoqué une décroissance des patrimoines financiers des ménages (ce qui peut avoir des effets sur la consommation des ménages). En même temps, ce déclin, qui pénalise la liquidité du marché implique un durcissement des conditions de crédit, et en conséquence l'investissement des entreprises a souffert. Les zinzins ont-ils joué un rôle décisif dans la déflation des marchés boursiers ?

Selon le tableau ci-dessus, la situation contemporaine est très similaire à la crise russe et LTCM ; la crise contemporaine a été précédée par un endettement excessif, une inflation des prix des actifs et une concentration du risque (Davis, 2001). On a aussi assisté à un changement de régime : accès facilité des ménages aux marchés boursiers ; apparition de nouveaux intermédiaires importants tel que les OPCVM ; et le rôle de l'innovation financière (« brokerages » virtuels et « on-line » accessibles pour les particuliers, titrisation massive des créances hypothécaires). Suite au Krach boursier, on a vu la solvabilité des assureurs, des fonds pension et des banques décliner. En Europe continentale on assiste à une contraction de crédit, pas encore très forte mais qui pourrait bien accélérer. On assiste à une corrélation renforcée entre marchés boursiers au niveau international. Mais il y a aussi des différences décisives avec la crise russe. La transmission de la crise entre les différents marchés financiers (boursiers et obligataires) n'est pas encore là, et la politique monétaire s'est plutôt assouplie en réponse aux développements financiers, surtout aux Etats-Unis.

Il est trop tôt pour porter un jugement définitif sur l'effet macroéconomique de la crise présente. On sait que la croissance des crédits s'est aussi ralenti, l'investissement s'est affaibli aux Etats-Unis et en Europe, et que l'on a déjà assisté à des phases de récessions légères (Etats-Unis, Allemagne).

2.1.2 *Facteurs de fragilité du système financier, chocs et diffusion des crises*

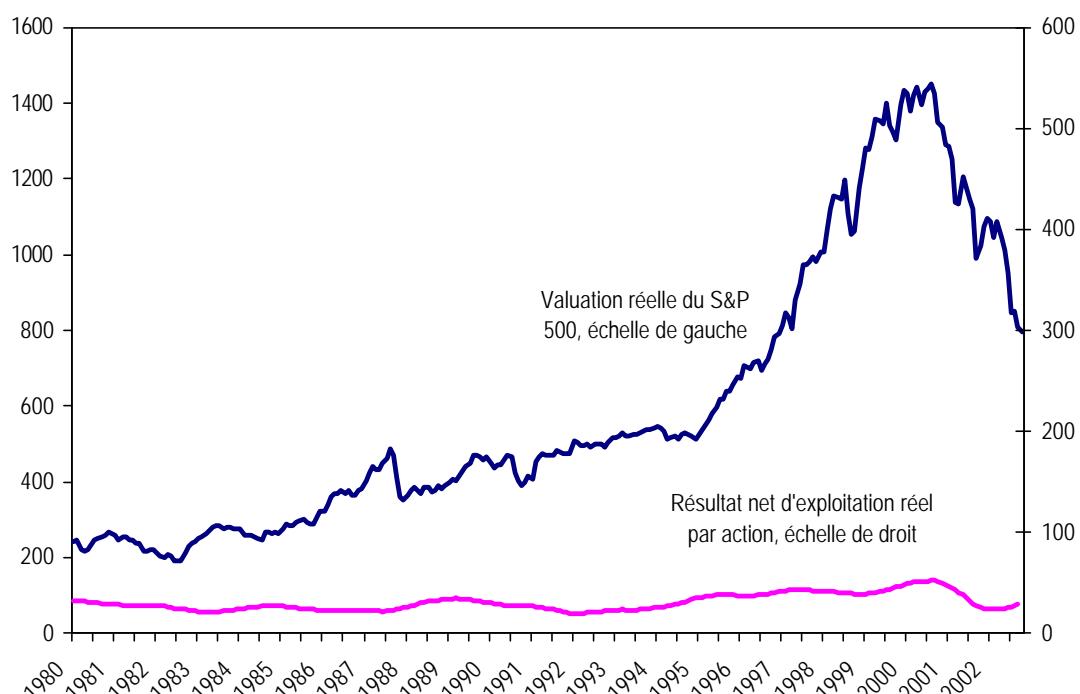
Il est utile de distinguer ici entre les facteurs qui peuvent déclencher des crises et des facteurs de diffusion. Un choc positif initial (par exemple le développement des nouvelles technologies qui dope les anticipations de croissance, pour prendre l'exemple récent) pourrait facilement mener à une accumulation excessive de dette, à une inflation du prix des actifs et à une concentration du risque. Ceci est un mécanisme historiquement très connu et étroitement lié aux bulles précédentes. **L'effet général est d'augmenter la fragilité du système financier**, c.-à-d. augmenter l'exposition du système à un crise potentielle.

Les changements de régime (dérégulation, régulation), l'émergence de nouveaux intermédiaires, et l'innovation financière sont des facteurs qui peuvent potentiellement renforcer cette fragilité (Davis 2001). C'est ici que le rôle des investisseurs institutionnels devient de plus en plus intéressant. D'abord, comme nous allons voir dans la section suivante, même si au niveau macroéconomique les zinzins jouent un rôle d'intermédiaires parfois similaire aux banques, les paramètres de leur comportement et les structures résultantes de leur portefeuilles d'actifs sont souvent différentes. Ceci est dû à l'environnement concurrentiel différent, mais aussi à des différences de régulations et aux problèmes attachés à la gestion déléguée. En bref, les zinzins ont des stratégies marketing et d'allocations d'actifs plus agressives et moins restreintes. Leur montée en puissance représente aussi un nouveau degré de concentration des capitaux, et partant, du risque.

Le développement des zinzins a contribué à l'inflation des prix des actifs à travers une hausse importante de la demande d'actions, non relayée par une offre en croissance. En soi, cette montée a facilité l'accès aux marchés boursiers des particuliers à revenus modestes (la

« démocratisation » de la détention des titres boursiers et du risque) (Heaton et Lucas, 1999 ; Vissing-Jorgensen, 1998). La diffusion de l'intermédiation institutionnelle a augmenté le nombre d'actionnaires potentiels. Potentiellement, l'effet est de générer un excès de liquidité sur les marchés boursiers et d'augmenter la tendance aux comportements moutonniers.

Graphique 13 – Capitalisation du marché de l'indice S&P500 et la performance réelle des entreprises constituant l'indice 1980-2002, dernier point octobre 2002



Source : Shiller, 2002, calculs BIPE

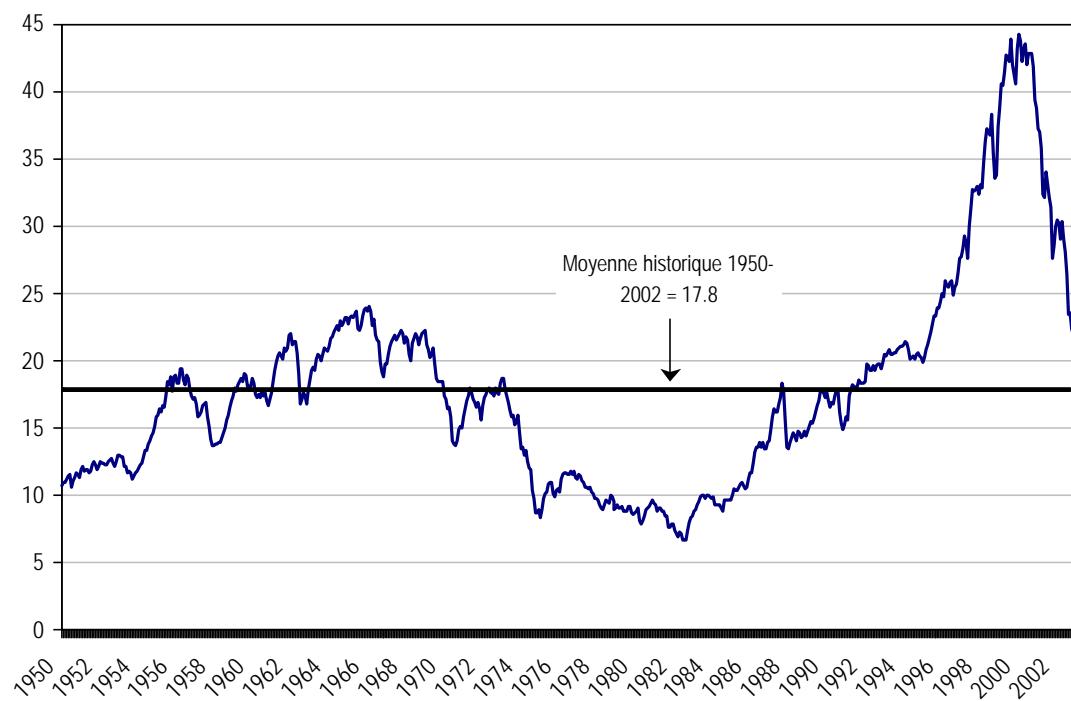
Les tendances contemporaines renforcent cette idée. Le graphique 13 démontre la relation entre la capitalisation réelle²⁷ du marché boursier aux Etats-Unis, repris par l'indice Standard & Poors 500 et la performance des entreprises constitutives de l'indice en termes de résultat net d'exploitation par action (un indicateur souvent utilisé pour mesurer la performance des entreprises).

Les anticipations de rendement sur des investissement en actions ont stimulé fortement les flux de capitaux vers ces marchés et en conséquence ont gonflé fortement la capitalisation boursière. Sur la période 1995-2001 les ménages américains versaient 3,113 milliards d'USD à des fonds mutuels, fonds de pension et assureurs-vie, soit 92% des acquisitions des actifs financiers sur la période. La plupart de ces ressources financières ont été investies dans les marchés boursiers. Mais le rendement sur les investissements en actions est étroitement lié à la performance des entreprises : la divergence entre les deux indicateurs à partir de 1995 est remarquable. Le dégonflement du marché à partir de 2000 n'est pas moins remarquable, mais on a toutefois du chemin à parcourir pour rétablir la relation historique « normale » entre les deux indicateurs.

²⁷ La capitalisation ajustée par l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis.

La divergence est plus visible encore si on regarde la relation entre les prix des actifs et les revenus des entreprises²⁸.

Graphique 14 – Ratio prix/revenu P/E10²⁹ de l'indice S&P500, historique 1950-2002, dernier point octobre 2002



Source : BIPE, d'après Schiller, 2000

Suite à la fragilisation du système financier, un choc négatif, soit sur une institution ou soit sur un marché particulier, peut déclencher une crise.³⁰ Soit les liens directs entre les marchés ou les institutions à travers les bilans financiers déclenchent la faillite des autres institutions financières et marchés. Soit l'effondrement d'une institution/marché crée des incertitudes fortes sur la solvabilité des institutions/ marchés concurrents.

²⁸ Le ratio prix/revenu calculé ici est la moyenne de la division de la capitalisation réelle du marché (les prix des actions) par les revenus par action des entreprises; le ratio résultant indique si les actions sont sous- ou sur valorisées par rapport à la moyenne historique.

²⁹ Le ratio P/E10 est dérivé du prix courant divisé par les revenus des dix dernières années.

³⁰ Les chocs peuvent être de types variés ; dérégulation, guerre, ajustements de la politique fiscale ou monétaire, hausses de prix des matières primaires etc.

Chapitre 3

Actifs sous gestion institutionnelle en Europe et aux Etats-Unis

1 Introduction : une analyse des spécificités nationales

Dans ce chapitre nous voulons analyser la structure de l'industrie en Europe et aux Etats-Unis, étant donné la croissance significative du secteur. Ce qui ressort clairement du panorama c'est la grande diversité de l'industrie ; par exemple, en Allemagne, les grandes maisons financières des assureurs qui intègrent des services de gestion d'actifs dominent le marché mais en France, les OPCVM sont les acteurs principaux. Et d'ores et déjà, on peut tirer une indication importante : **puisque l'industrie est diverse, la réglementation du secteur devra tenir compte des spécificités nationales.**

Jusqu'ici, nous avons fait un effort pour maintenir une uniformité des classifications sans approcher les spécificités nationales. A présent nous allons étudier les pays suivants: France, Allemagne, Italie, Royaume-Uni, Espagne et Etats-Unis. La disponibilité des statistiques est différente selon les pays analysés. En général, la vue d'ensemble consiste à traiter trois éléments : les actifs totaux sous gestion institutionnelle et leur répartition par types d'investisseurs institutionnels, ce qui détermine au long terme les produits (véhicules d'investissement) qui prévalent sur le marché. Deuxièmement, on a essayé de traiter les sources des capitaux sous gestion : qui sont les détenteurs finaux des capitaux ? La troisième variable analysée est l'allocation des investissements et son évolution dans le temps.

En gros, le panorama met en lumière des tendances communes entre tous les pays sur la période 1990-2001. D'abord, les actifs totaux sous gestion ont crû de façon soutenue tout au long des années 1990. Pour les européens continentaux, l'accélération date de 1997. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, cette accélération débute dès 1994-1995, certainement en raison du rôle plus important joué par la retraite par capitalisation dans les pays anglo-saxons.

Parfois, les données disponibles nous permettent de mener un analyse plus approfondie de certaines des questions évoquées dans la section précédente. Ceci est le notamment le cas avec le développement des fonds d'investissement en Allemagne ou la structure de l'industrie des sociétés de gestion et la détention des OPCVM en France par secteur économique. Les données Espagnoles nous permettent de réfléchir sur la croissance des produits à taux garantis fournis par les fonds d'investissement. Dans le cas des Etats-Unis, on a consacré une section à l'intermédiation institutionnelle entre les ménages et les marchés boursiers et ses effets sur la croissance du patrimoine financier des ménages.

1.1 France

Le secteur des investisseurs institutionnels en France est dominé par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Les SGP sont des gestionnaires d'actifs pour compte de tiers, ce qui inclut tous les formes de gestion sous mandats discrétionnaires.

Les OPCVM sont définis selon la directive européenne de 1985 ; en France, ils se divisent en deux catégories principales selon leur forme légale : les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) et les fonds commun de placement (FCP) qui possèdent une forme contractuelle et représentent la « copropriété » des titres détenus.

Graphique 15 – France : La structure de la gestion pour compte de tiers

La structure de la gestion pour compte de tiers			
Gestion discrétionnaire individuelle	Gestion collective		
Mandat de gestion institutionnel ou privé	OPCVM		Autres OPC
	à vocation générale - SICAV - FCP "à vocation générale"	à vocation spécifique - FCPE - FCPR, dont FCPI - FCIMT - Fonds de fonds	SCPI FCC Autres fonds (matières premières ...)
Le mandat de gestion est l'expression juridique de la gestion discrétionnaire de portefeuille, pour personnes physiques et/ou morales OPC : Organisme de Placement Collectif OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières SCPI : Société Civile de Placement Immobilier FCC : Fonds Communs de Créances			

Source : AGF-ASFFI

Le tableau 7 démontre que fin 2001, les SGP et les gestionnaires d'OPCVM géraient 1,390 milliard d'euros. Entre 1996 et 2001, les encours gérés ont enregistré un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 22.2% par an. L'importance des mandats ont crû de façon plus rapide que les actifs sous gestion OPCVM ; ceci résulte principalement de l'externalisation des fonctions de gestion par les assureurs vie en France.

Tableau 7 – France : Actifs gérés pour compte de tiers sur le marché français (1996-2001)

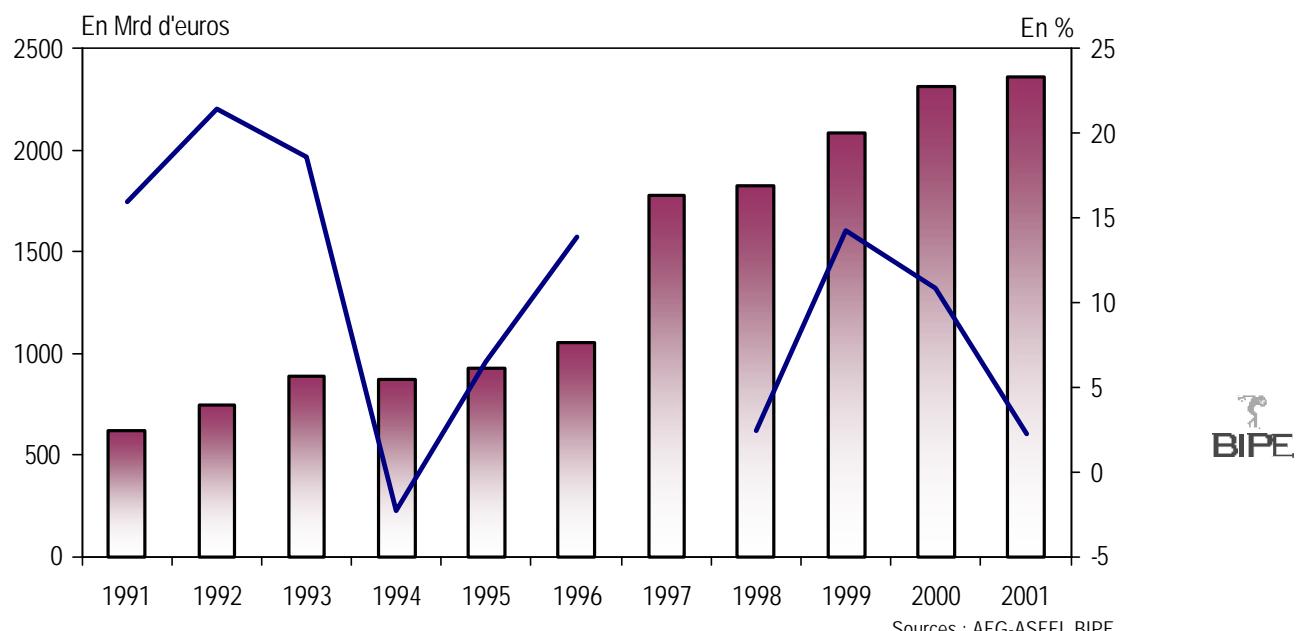
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	TCAM 1996-2001
En milliards d'euros							
OPVCM	446	485	569	740	830	860	14.0%
Mandats	65	328	444	484	520	530	52.2%
Total	511	813	1 013	1 224	1 350	1 390	22.2%
En %							
OPVCM	87.3	59.7	56.2	60.5	61.5	61.9	
Mandats	12.7	40.3	43.8	39.5	38.5	38.1	
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

Source : AFG-ASFFI, calculs BIPE

Selon le tableau 8, les actifs gérés par les trois classes d'investisseurs institutionnels en France ont été multipliés par presque cinq entre 1990-2001. Toutes les catégories ont démontré une croissance mais elle est élevée spécialement pour les mandats discrétionnaires. En 1995, les OPCVM représentaient 44% des capitaux institutionnels ; en 2001, en dépit de sa forte croissance, cette proportion a baissé vers les 36% (voire tableau 8).

Graphique 16 – France : Actifs nets du secteur institutionnel

Actifs nets sous gestion institutionnelle, France 1991-2001, croissance annuelle en pourcent et montant total en milliards d'euros (rupture du serie en 1997)*



Sources : AFG-ASFFI, BIPE

*Rupture de série en 1997 ; inclusion des mandats discrétionnaires dans la statistique sur le montant total des actifs sous gestion institutionnelle.

Notons aussi l'accélération de la croissance durant la période 1999-2000, sans doute générée par la forte attractivité des marchés boursiers (jusqu'en mars 2000). Après cette date, la croissance a ralenti, avec la perspective d'une baisse en 2002.

Tableau 8 – France : Actifs nets gérés répartis par investisseurs institutionnels (1990-2001)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
En milliards d'euros						
Sociétés d'assurance	235.9	465.8	742.9	821.4	878.9	895.0
Gestion pour compte de tiers						
OPCVM	297.1	410.3	572.8	708.3	830.0	865.0
Mandats*			443.8	483.6	525.0	520.0
Fonds pension**		49.5	64.2	70.6	76.0	81.0
Total	533.0	925.6	1823.7	2083.9	2309.9	2361.0
En % du total						
Sociétés d'assurance	44.3	50.3	40.7	39.4	38.0	37.9
Gestion pour compte de tiers						
OPCVM	55.7	44.3	31.4	34.0	35.9	36.6
Mandats*	0.0	0.0	24.3	23.2	22.7	22.0
Fonds pension**	0.0	5.3	3.5	3.4	3.3	3.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

*Mandats discrétionnaires individuels ; ** A l'exclusion des réserves des caisses de retraite par répartition

Sources : AFG-ASFFI, FFSA, COB, estimations BIPE

Le tableau 9 fournit une ventilation des actifs d'OPCVM par catégorie de fonds entre 1990-2001, hors Fonds commun de placement (FCP). Même les fonds monétaires et obligataires, qui offrent les placements les moins risqués, restent importants dans le total, la croissance des capitaux du secteur est principalement nourrie par les fonds diversifiés et actions.

Tableau 9 – France : Montant d'actifs gérés par catégorie d'OPCVM 1990-2001 (hors FCP)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001	TCAM 91-01
En milliards d'euros							
Diversifiés	8.8	48.8	122.4	160.4	201.7	197	35.4%
Actions	23.3	36.9	91.3	155.1	183.1	169.2	22.1%
Garantis		13.6	31	32.9	33.9	37.6	15.7%*
Monétaires	146.8	179.3	157.4	180.8	218.2	257.7	4.3%
Obligations	37.5	111.1	132.3	120.5	129.2	138.7	11.1%
Total	216.4	389.7	534.4	649.7	766.1	800.2	12.4%
En % du total							
Diversifiés	4.1	12.5	22.9	24.7	26.3	24.6	
Actions	10.8	9.5	17.1	23.9	23.9	21.1	
Garantis	0.0	3.5	5.8	5.1	4.4	4.7	
Monétaires	67.8	46.0	29.5	27.8	28.5	32.2	
Obligations	17.3	28.5	24.8	18.5	16.9	17.3	
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
Taux de croissance annuelle (en %)		-4.1	17.6	21.6	17.9	4.5	

*TCAM 1993-2001

Source : AFG-ASFFI, calculs BIPE

Il convient de rappeler ici que la croissance des actifs aux bilans des fonds diversifiés et actions ne reflètent pas seulement les souscriptions nettes à ces fonds, mais aussi la valorisation des actifs. Etant donnée l'évolution exceptionnelle des valorisations boursières jusqu'aux premiers mois de 2000, la croissance des actifs totaux a naturellement été gonflée jusqu'à cette date. De façon symétrique, le retournement des tendances boursières depuis mars 2000 a produit un ralentissement fort de la croissance.

Tableau 10 – France : Allocation d'actifs des OPCVM à vocation générale (en %)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001**
Crédits nets des dépôts	12.1	10.1	11.0	9.0	5.2	6.6	6.0
IMM*	21.9	20.0	16.2	14.5	13.4	11.6	15.0
Autres titres de taux	52.8	53.0	49.1	48.1	43.0	41.3	44.4
Actions et valeurs assimilées	13.5	16.2	23.5	29.0	39.4	40.6	33.9
Autres	-0.2	0.7	0.2	-0.6	-1.0	-0.1	0.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Actif net total en mds d'euros	389.4	422	454.1	534.5	652.6	761.1	766.3

* Instruments de marché monétaire ** Septembre 2001

Source : AFG-ASFF

En ce qui concerne la détention de parts d'OPCVM par secteurs économiques en France, la structure nous donne quelques indications clefs sur les caractéristiques de la demande. A fin septembre 2001, pour les fonds actions on observe que les ménages détiennent 41.4% des fonds et les assureurs 23.5%. Etant donné que les parts détenus par les assureurs servent souvent de supports aux contrats d'assurance-vie (principalement en unités de compte) la détention « réelle » directe et indirecte d'OPCVM par les ménages résidents se situe aux alentours de 60% des encours totaux d'OPCVM. Pour les ménages, la détention de fonds adossés au marché monétaire, qui ont un fort aspect sécuritaire, est moins prononcée que pour les assureurs ; au contraire, les entreprises non-financières et les OPCVM eux-mêmes sont les détenteurs principaux de ces fonds, ce qui s'explique par leurs opérations de trésorerie.

Tableau 11 – France : Détection des OPCVM à vocation générale (en %)

Echantillon représentatif à 81%, sur un montant d'actifs nets français de 769 milliards d'euros à fin septembre 2001

	Monétaires	Obligations	Actions	Diversifiés	Garantis	Autres	Total France	Etrangers	Total général
Ménages	13.5	31.9	41.4	20.3	64.1	8.6	22.6	23.5	22.2
Entreprises	32.8	4.7	6.0	5.3	7.6	11.3	15.2	10.0	14.8
Adm. publiques	3.4	2.2	0.7	0.5	2.5	4.6	2.5	0.6	2.4
Associations	8.8	3.4	4.2	4.9	4.0	2.4	5.3	1.8	5.1
Etablissements de crédit	3.8	2.2	1.7	5.0	1.1	11.5	4.9	24.1	5.3
Assureurs	18.3	36.0	23.5	47.7	17.8	44.6	31.5	18.2	30.6
OPCVM	17.5	17.7	20.2	13.6	1.4	12.6	15.6	14.7	16.9
Non-résidents	2.0	1.8	2.2	2.7	1.4	4.3	2.5	7.1	2.6
Total	100.0								
Total en Mrd€	192.4	76.2	94.9	109.1	27.6	118.8	619	17	646

Source : AFG-ASFF

1.2 Allemagne

En contraste avec la France, le contexte institutionnel en Allemagne est toujours dominé par les grandes maisons d'assurance, notamment en termes de proportion des actifs gérés, même si d'autres intermédiaires financiers, y compris les OPCVM, ont progressé dans la deuxième moitié des années 1990. Le tableau 12 illustre la croissance des encours sous gestion institutionnelle tels que nous les fournit les comptes nationaux. Les 1984.3 Mrd d'euros rapportés fin 2001, sont probablement une sous-estimation, puisque l'on manque d'informations détaillées sur les mandats individuels.

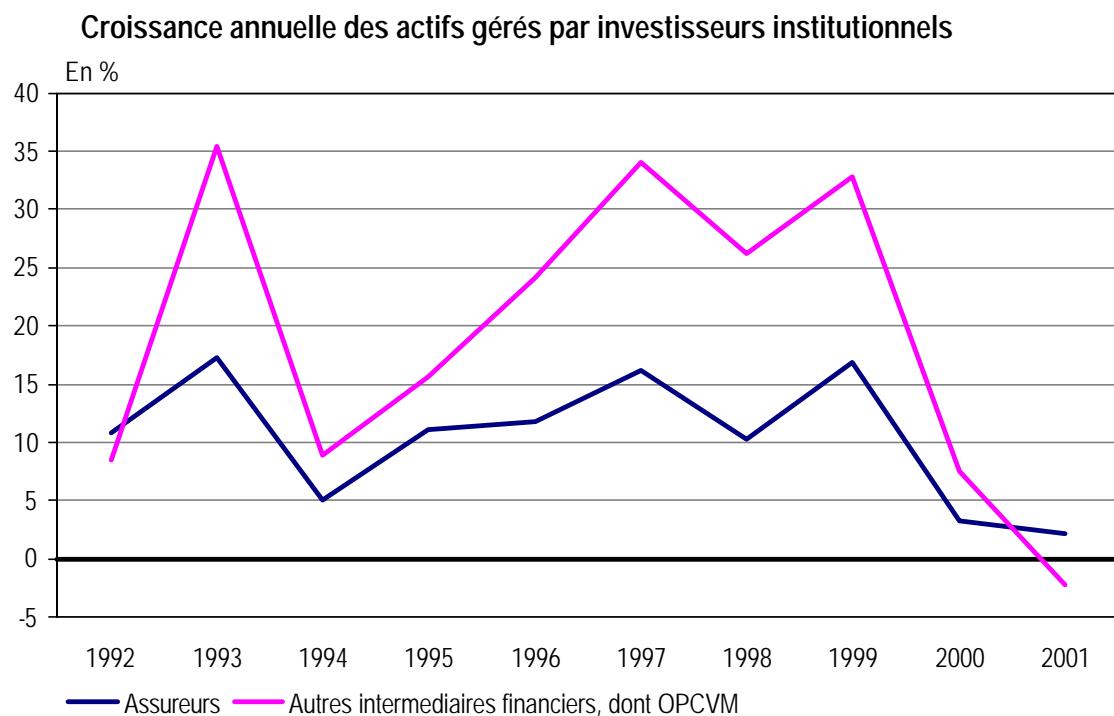
Tableau 12 – Allemagne : Actifs gérés par investisseurs institutionnels 1991-2001
(en milliards d'euros)

	1991	1995	1998	1999	2000	2001	TCAM 91-01
Assureurs	444.3	673.6	963.8	1126.5	1162.8	1187.3	10.3%
Autres intermédiaires financiers, y compris les OPCVM	146.4	270.8	568.8	755.8	812.2	794.0	18.4%
Total	590.7	944.4	1532.6	1882.3	1975	1981.3	12.9%

Source : Deutsche Bundesbank, comptes financiers

On retrouve ici la même tendance à la une stagnation de la croissance des encours en 2000-2001, largement due au retournement boursier. Dans ce domaine, les assureurs n'ont pas souffert de la dé-collecte autant que les autres intermédiaires financiers, car ils bénéficient toujours de la confiance des ménages allemands avec lesquels ils ont historiquement établi une relation de confiance dans le cadre contractuel de l'assurance vie.

Graphique 17 – Allemagne : l'évolution des actifs sous gestion institutionnelle



Si on regarde l'évolution des placements des investisseurs institutionnels, qui est un reflet de l'évolution des stratégies de placement, on note d'abord le poids croissant des actions dans les portefeuilles : 12.5% pour l'ensemble en 1991 à 31.5% en 2001 (soit déjà un déclin après les 34.5% enregistrés en 2000).

Tableau 13 – Allemagne : Répartition des actifs des investisseurs institutionnels en, par types d'actifs (en %) 1991-2001

	1991	1995	1998	1999	2000	2001
Total actifs						
Dépôts bancaires	30.3	29.4	24.2	21.3	21.8	23.0
IMM	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Obligations	29.8	28.8	25.2	21.4	20.6	22.1
Parts en fonds d'investissement	7.3	9.0	12.6	14.0	14.4	13.9
Actions	12.5	17.5	27.7	34.5	34.5	31.5
Prêts	15.5	11.6	7.6	6.3	6.1	6.6
Autres	4.4	3.7	2.7	2.5	2.6	2.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total en Mrd€	590.7	944.3	1532.5	1882.2	1975.1	1981.3
Assureurs						
Dépôts bancaires	37.0	38.1	34.0	32.1	32.8	33.6
Obligations	17.9	16.4	12.2	8.7	7.4	7.7
Parts en fonds d'investissement	9.7	12.6	20.1	23.2	24.0	22.7
Actions	9.1	11.8	17.9	22.2	21.7	21.0
Prêts	20.5	15.9	11.5	9.6	9.8	10.4
Autres	5.8	5.3	4.4	4.2	4.4	4.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total en Mrd€	444.3	673.6	963.7	1126.5	1162.9	1187.3
Autres intermédiaires financiers						
dont OPCVM						
Dépôts bancaires	10.0	7.8	7.5	5.3	6.1	7.2
IMM	0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Obligations	65.8	59.7	47.2	40.3	39.4	43.7
Parts en fonds d'investissement	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.7
Actions	23.1	31.5	44.2	52.9	52.9	47.3
Prêts	0.5	1.0	0.9	1.2	0.9	1.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total en Mrd€	146.4	270.7	568.8	755.7	812.2	794.0

Source : Bundesbank comptes financiers, calculs BIPE

Mais même si les autres intermédiaires financiers ont accru leur part de placement en actions, la proportion d'actions dans les portefeuilles des assureurs a aussi plus que doublé. Au total, d'une structure de portefeuille où les obligations et les dépôts bancaires dominaient, on s'est tourné vers une situation où les actions, et partant les tendances boursières, pèsent davantage sur l'évolution des encours et des rendements.

Dans le cas de l'Allemagne, il est difficile de défendre l'argument qu'au niveau macroéconomique, la croissance de l'intermédiation institutionnelle a conduit à une diminution du risque. Au contraire, la croissance des capitaux sous gestion institutionnelle, conjuguée avec l'évolution des stratégies de placement, a accentué l'exposition au risque de marché des encours totaux des zinzins. En même temps, les marchés boursiers sont aussi plus exposés à un retournement des stratégies de placement des zinzins...

Le tableau 14 illustre le développement des fonds d'investissement en Allemagne depuis 1998, (fonds publics autant que les « Spezialfonds », fonds qui sont ouverts principalement à d'autres institutions.)

Tableau 14 – Allemagne : Actifs des fonds d'investissement en 1998-2001*

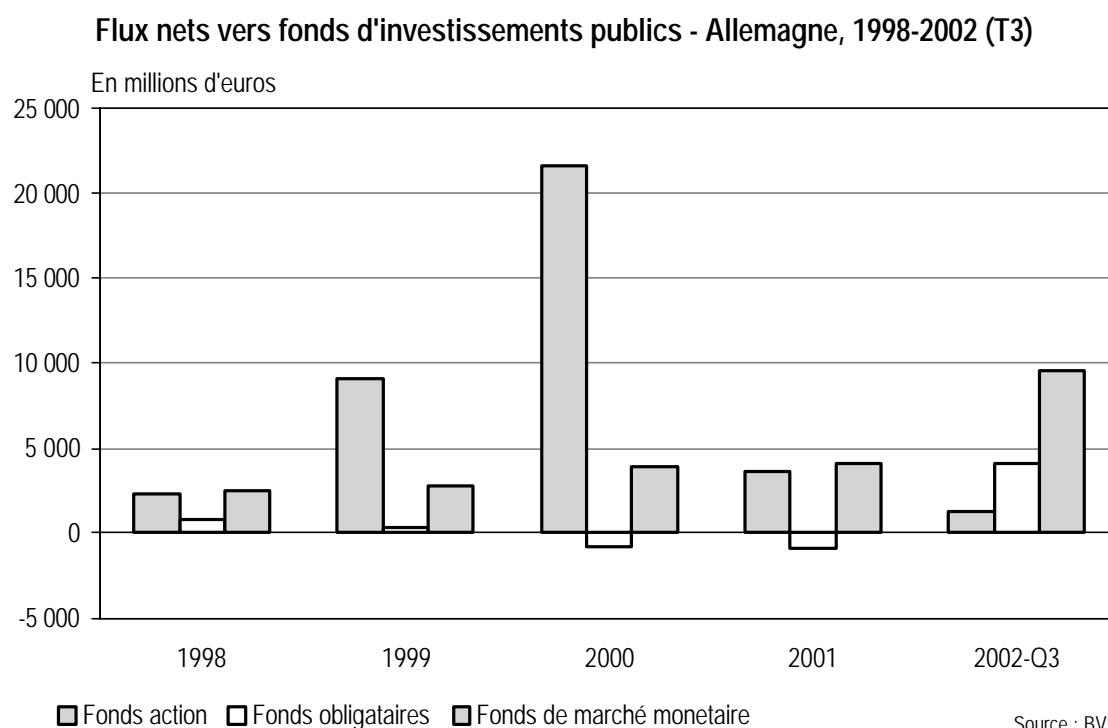
	1998	1999	2000	2001
En millions d'euros				
Fonds action	87 085.4	175 981.8	212 593.2	173 279.1
Fonds obligataires	122 317.5	112 347.2	105 742.3	111 122.0
Fonds diversifiés	8 123.7	14 835.1	19 859.2	22 108.7
Autres		3 524.2	3 469.9	2162.099
Marché monétaire	27 292.5	33 354.8	31 240.9	50 413.5
Total fonds de titres mobiliers, marché monétaire et autre	244 819.1	340 043.1	372 905.5	359 085.4
"AS-Fonds"	413.3	1576.2	2805.3	2522.4
Fonds immobilier publics	43 137.4	50 402.4	47 919.4	55 868.4
Total fonds publics	288 369.8	392 021.7	423 630.2	417 476.3
"Spezialfonds"	369 209.5	474 100.6	508 412.4	501 119.0
Total	657 579.3	866 122.3	932 042.6	918 595.3
En %				
Fonds actions	13.2	20.3	22.8	18.9
Fonds obligataires	18.6	13.0	11.3	12.1
Fonds diversifiés et autres	1.2	1.7	2.1	2.4
Autres	0.0	0.4	0.4	0.2
Marché monétaire	4.2	3.9	3.4	5.5
Total fonds de titres mobiliers, marché monétaire et autre	37.2	39.3	40.0	39.1
"AS-Fonds"	0.1	0.2	0.3	0.3
Fonds immobilier publics	6.6	5.8	5.1	6.1
Total fonds publics	43.9	45.3	45.5	45.4
"Spezialfonds"	56.1	54.7	54.5	54.6
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

*L'encours total est différent de l'encours rapporté par la Bundesbank en raison d'un découpage sectoriel différent : les données BVI incluent les fonds d'investissement étrangers opérant en Allemagne

Source : BVI

Ce qu'on note ici, c'est la montée des fonds d'actions dans l'ensemble des fonds d'investissement, surtout entre 1998 et 1999, et son déclin relatif en termes d'encours. Le déclin peut s'attribuer entièrement au retournement boursier ; les flux nets vers ces fonds sont en effet toujours restés positifs. Mais comme l'illustre le graphique 18, la répartition des flux entre les différentes catégories de fonds ouverts au public a fortement changé. En réponse aux développements positifs de la bourse, entre 1998-1999, les fonds d'actions ont récupéré un flux record en 2000, de 21.6 Mrd d'euros, équivalent à 57.9% des flux totaux vers des fonds d'investissement en Allemagne (les « Spezialfonds » inclus). Le retournement de ces flux en 2001 et jusqu'au troisième trimestre de 2002 n'est pas moins spectaculaire. Au contraire, les fonds qui offrent un certain degré de sécurité de rendement, les fonds obligataire et les fonds du marché monétaire ont effectué un retour en force.

Graphique 18 – Allemagne : Développement des flux nets vers les fonds d'investissement publics 1998-2001



Cette réorientation des flux est principalement due à un changement des préférences des ménages et des assureurs qui ensemble détiennent 72.3% des parts (c.a.d. que les ménages détiennent presque trois quarts des parts de fonds d'investissement, directement ou indirectement via des assureurs).

L'implication de la réorientation des flux pour les marchés financiers passe par le changement dans la structure des placements des fonds d'investissement. Après avoir été acheteurs importants d'actions ils sont maintenant orientés vers le marché obligataire (titres de dette publique à long terme principalement) et le marché monétaire (titres de dette à maturité de moins d'un an principalement).

Les développements en Allemagne illustrent un risque particulier de l'intermédiation institutionnelle, qui est principalement attaché aux fonds d'investissement. Les parts en fonds d'investissement publics sont en principe remboursables à leur valeur courante sans préavis. Si

les ménages et les autres détenteurs des parts perdent confiance dans cette forme d'intermédiation, les fonds sont obligés de vendre les titres sous-jacents immédiatement pour rembourser les souscripteurs. Combinés avec la concentration des capitaux et l'importance générale qui est attachée aux comportements des fonds d'investissement par les autres acteurs des marchés financiers, cela accroît la volatilité financière. Et, à la marge, le rôle des OPCVM et autres sociétés de gestion de portefeuille comme gestionnaires pour d'autres investisseurs institutionnels, à savoir les fonds de pension et les assureurs, peut démultiplier l'effet, dans les cas d'une perte de confiance. Comme nous allons voir dans la section sur les Etats-Unis, ce risque plus élevé est dû au rôle important des OPCVM dans la gestion de l'épargne retraite.

Tableau 15 - Allemagne : Détection directe de parts en fonds d'investissement en, par secteur économique, 1991-2001 (en %)

	1991	1995	1998	1999	2000	2001
Secteurs non-financiers	64.0	63.9	55.7	53.6	53.7	55.1
Ménages	51.7	52.6	43.5	41.7	42.8	44.4
Entreprises non-financiers	9.3	9.7	10.9	10.2	9.5	9.1
Adm. Publiques	3.0	1.5	1.4	1.7	1.5	1.5
Secteurs financiers	33.5	33.9	43.8	45.3	44.2	42.7
Etablissements de crédit	6.8	10.5	14.7	14.9	14.5	14.2
Assureurs	26.8	23.4	29.1	30.2	29.2	27.9
Autres intermédiaires financiers	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	0.6
RdM	2.5	2.2	0.5	1.0	2.1	2.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Bundesbank comptes financiers, calculs BIPE

1.3 Espagne

Le secteur des investisseurs institutionnels en Espagne est dominé par les « Institution de Inversion Colectiva » (IIC), les assureurs et les fonds de pension jouant un rôle réduit.

Les IIC sont divisés en deux catégories principales selon leur forme légale :

- les « Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversion Colectiva » (SGIIC) qui comprennent les **sociétés de placement**, de capital variable et fixe (SIMCAV et SIM)
- les **fonds d'investissement mobilier** (FIM) au capital fixe avec une forme contractuelle qui représente la « co-propriété » des titres détenus. En outre, à côté des fonds d'investissement nous trouvons aussi les fonds du marché monétaire (FIAMM).

Tableau 16 - Espagne : Actifs sous gestion institutionnelle, 1995-2001
(en millions d'euros)

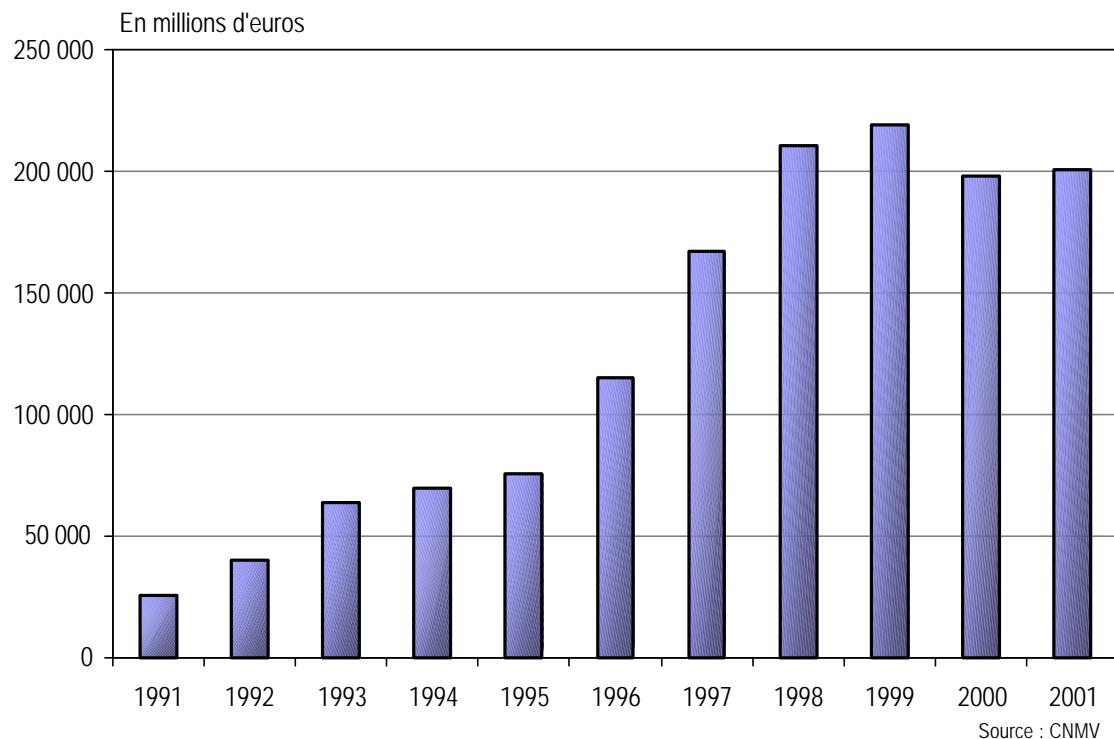
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Assureurs	57 123	71 551	85 962	111 403	122 788	138 359	149 711
IICs	75 791	115 564	167 136	210 745	219 298	198 214	200 647
FIM/FIAMM	73 282	112 362	162 319	203 616	206 139	182 774	181 301
SIM	1 935	2 258	2 695	2 151	3 327	2 778	2 491
SIMCAV	574	944	2 122	4 978	9 832	12 661	16 855
Fonds pension	12 822	17 441	21 910	27 161	31 600	37 860	43 829
Mandates discrétionnaires	2 000	2 000	3 000	4 000	5 000	Nd	nd
Total	134 914	189 114	256 098	326 148	347 086	336 573	350 357

Sources : Banco de Espana, comptes financiers, Direccion General de Seguros y Fondos Pensiones (DGSFP), Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Inverco et estimations BIPE

Au total, les actifs sous gestion institutionnelle ont connu une croissance forte entre 1995 et 2001. Une nouvelle fois, ceci est principalement dû à la croissance des établissements d'investissements collectifs mobiliers qui ont presque triplé leur encours gérés. En outre, les IICs ont connu une phase de croissance accélérée depuis 1997, avant de ralentir en 2000-2001. Les fonds pension et les assureurs ont aussi augmenté fortement leur encours, menant au total à un TCAM de 30% pour les actifs gérés.

Parmi les fonds mutuels, les SIMCAV, les équivalents des SICAV françaises, ne dominent pas le marché d'épargne et investissement comme en France. C'est plutôt les **fonds d'investissement à capital fixe qui ont attiré les flux**.

Graphique 19 – Espagne : Actifs sous gestion par IIC, 1991-2001



En regardant la répartition des fonds d'investissement mutuels (FIM) on note aussi des différences avec l'Allemagne et la France : les fonds à support actions nationales jouent un rôle bien réduit autour de 3% pour la période 1995-2001, sans doute en raison de la taille réduite du marché boursier domestique. Par contre le poids des FIM à support actions internationales est plus important, autour de 11% en 2001, en baisse par rapport aux 15% des encours totaux représentés en 2000. Cela s'explique à nouveau par le retournement des marchés boursiers.

Par contre, les fonds à rendements garantis ou avec d'autres types de protection du capital (« capital loss hedge ») et les fonds monétaires sont plus développés en Espagne qu'en Allemagne ou en France. Sur la période 1997-2001 les fonds garantis occupent autour de 23% des encours totaux avec les FIAMM à 22%, soit ensemble quasiment la moitié des encours.

Un point sur les fonds à taux garanti

Sans doute, cette spécificité de la structure des encours des fonds d'investissement en Espagne est le reflet d'une culture actionnariale assez peu développée et d'une préférence pour la sécurité.

Le développement des fonds garantis n'assure pas entièrement que les investissements sous-jacents soient moins risqués. En fait, les encours gérés des produits d'investissement à rendements garantis, sont investis plus ou moins de la même façon que les fonds sans garantie, à la différence qu'ils utilisent plus de techniques financières avancées pour assurer le rendement, tel que le « hedging » etc. En fait les taux garantis ont été utilisés comme des arguments commerciaux pour attirer des épargnantes sceptiques.

Le point important, c'est que la performance des produits à taux garantis doit être testée dans un environnement boursier baissier. Il est possible que les gestionnaires de ces produits soient

obligés de mettre en place des opérations de plus en plus risquées pour satisfaire leur engagement. Mais, dans l'environnement baissier actuel, l'industrie des fonds d'investissement est plus tentée de vendre des produits de ce type afin de soutenir la collecte des fonds.

Tableau 17 – Espagne : Répartition des actifs gérés par fonds d'investissement (FIM et FIAMM, soit 90% des encours des IIC), par type de fonds (en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
FIM nationaux	28.7	51.3	88.7	127.2	123.4	104.5	100.0
Fonds marché monétaire	9.7	15.2	20.4	22.2	19.3	14.6	19.7
Fonds obligataires et titres de dette	15.0	23.6	32.6	42.8	38.2	28.4	22.9
Fonds diversifiés	1.6	2.7	7.0	11.5	13.9	12.8	10.1
Fonds action	0.6	1.4	3.8	6.4	7.0	5.9	5.0
Fonds à rendement garanti ou avec « capital loss hedge »	1.7	8.5	25.0	44.3	45.0	42.7	42.3
FIM internationaux	3.0	4.6	13.2	26.5	40.7	45.5	34.0
Fonds action	0.9	1.6	5.6	11.0	21.7	27.3	19.6
Fonds diversifiés	1.0	1.9	6.1	13.9	17.3	16.0	12.6
Fonds obligataires et marché monétaire	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7	2.2	1.8
<i>Subtotal</i>	<i>31.8</i>	<i>55.9</i>	<i>101.9</i>	<i>153.7</i>	<i>164.2</i>	<i>149.9</i>	<i>134.0</i>
Fonds de marché monétaire FIAMM	41.6	56.5	60.5	50.1	42.2	33.1	43.8
Total	73.3	112.4	162.3	203.6	206.2	182.8	177.8*

NB. L'encours total et différent de tableau 16 avec un écart d'environ 3 Mrd d'euros

Source : Inverco

Il y a un problème particulier pour la régulation qui se cache derrière cette problématique ; **pour les ménages, la souscription de fonds à taux garantis rapproche en termes de sécurité les fonds d'investissement de dépôts bancaires rémunérés. Ceci soulève des problèmes de régulation de la solvabilité des fonds d'investissement, notamment les problématiques de provisions de ressources financières pour couvrir les engagements, et de régulation des allocations de portefeuille entre différents actifs.**

Tableau 18 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en milliards d'euros)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dépôts bancaires	10.5	13.0	15.8	22.2	25.6	25.0	29.0	26.5
IMM	2.0	2.8	2.5	2.4	2.0	5.3	2.7	4.5
Obligations	28.2	37.4	46.1	53.4	65.2	64.4	71.8	86.4
Prêts	2.4	2.0	1.8	1.7	2.1	2.6	3.6	6.3
Actions et autres participations	6.2	6.7	11.2	17.4	32.1	44.6	55.6	55.5
Actions cotées	3.0	3.1	5.3	9.1	16.6	20.4	20.9	23.8
Actions non-cotées	1.8	2.1	3.9	5.6	11.0	14.4	16.6	14.1
Parts en fonds d'investissement	1.5	1.6	2.0	2.8	4.5	9.8	18.2	17.6
Autres	6.7	8.0	11.6	10.9	11.6	12.5	13.5	14.3
Actifs totales	56.0	69.9	89.0	107.9	138.6	154.4	176.2	193.5

Source : Institute of National Statistics, comptes nationaux

Tableau 19 – Espagne : Actifs des assureurs et fonds pension, répartition par type d'actifs 1994-2001 (en %)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dépôts bancaires	18.7	18.6	17.7	20.6	18.4	16.2	16.5	13.7
IMM	3.6	4.1	2.8	2.2	1.5	3.4	1.5	2.3
Obligations	50.3	53.4	51.8	49.5	47.1	41.7	40.7	44.6
Prêts	4.2	2.8	2.0	1.6	1.5	1.7	2.0	3.3
Actions et autres participations	11.1	9.6	12.5	16.2	23.2	28.9	31.6	28.7
Actions cotées	5.3	4.4	5.9	8.4	12.0	13.2	11.8	12.3
Actions non-cotées	3.1	3.0	4.4	5.2	8.0	9.3	9.4	7.3
Parts en fonds d'investissement	2.6	2.2	2.3	2.6	3.2	6.4	10.3	9.1
Autres	12.0	11.4	13.0	10.1	8.4	8.1	7.7	7.4
Actifs totales	100.0							

Source : Institute of National Statistics, comptes nationaux

1.4 Royaume-Uni

Les tableaux 20-21 reprennent les actifs sous gestion institutionnelle au Royaume-Uni entre 1990 et 2000. On note tout d'abord la forte croissance sur la période. Entre 1990 et 2000 le total des actifs sous gestion institutionnelle a augmenté de 226%, ce qui implique un taux de croissance annuelle moyen de 12.5%. En général, ce sont les assureurs et les « unit trusts » qui sont les catégories de zinzins en plus forte croissance. Les fonds de pension par contre, n'ont pas pu accroître leur part de marché, ce qui probablement est une conséquence de la maturité du marché au Royaume-Uni.

Tableau 20 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000
(en milliards de GBP)

	1990	1995	1997	1998	1999	2000	TCAM 90-00
Assureurs	268.2	557.3	763.2	871.4	1019.1	1014.1	14.2%
Fonds d'investissement	19.1	43.4	52.4	46.7	56.5	60.4	12.2%
Fonds de pension	306.5	513.0	665.0	706.6	820.9	776.2	9.7%
« Unit trusts »	46.1	111.3	151.2	172.1	221.9	235.5	17.7%
Actifs totaux	639.9	1225.0	1631.8	1796.9	2118.4	2086.3	12.5%

Source : Office of National Statistics

En général, il y a deux explications pour la croissance rapide des encours sous gestion. D'abord, une croissance du nombre de clients et des flux d'épargne placés, mais aussi l'inflation du prix des actifs. En effet, entre 1995 et 2000, l'indice FTSE100 a crû de plus de 100%.

Tableau 21 – Royaume-Uni : Actifs sous gestion institutionnelle 1990-2000 (en %)

	1990	1995	1997	1998	1999	2000
Assureurs	41.9	45.5	46.8	48.5	48.1	48.6
Fonds d'investissement	3.0	3.5	3.2	2.6	2.7	2.9
Fonds de pension	47.9	41.9	40.8	39.3	38.8	37.2
« Unit trusts »	7.2	9.1	9.3	9.6	10.5	11.3
Actifs totaux	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Office of National Statistics

1.5 Italie

Pour l'Italie, on note la même tendance. Entre 1994 et 2001, les actifs sous gestion ont augmenté de 29.8% par an (sous réserve des ruptures dans les séries statistiques). La période démontre surtout une forte croissance des fonds mutuels et de l'assurance vie. De façon similaire aux autres pays étudiés, les encours ont commencé à décliner en 2001, surtout pour les fonds mutuels. Là encore la baisse des marchés boursiers est en partie responsable via les revalorisations négatives des encours, mais de plus les ménages italiens ont réagi très fortement à cette baisse avec des ventes nettes des parts en fonds mutuels en 2001. Ces ventes nettes de

parts ont obligé les fonds d'investissement à sortir du marché pour rembourser leur souscripteurs.

Tableau 22 – Italie : Actifs sous gestion institutionnelle en Italie 1994-2001
(en milliards d'euros)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Fonds mutuels et SICAV	69.6	69.1	109.0	202.8	395.6	538.9	525.6	481.8
Fonds mutuels italiens	67.2	65.5	101.7	189.7	371.7	474.6	453.2	411.0
SICAV italiens		0.08	0.3	0.54	0.62	0.73	0.75	0.6
SICAF italiens					0.46	1.4	1.3	1.2
Autres	2.4	3.5	7.0	12.6	22.8	62.2	70.3	69
Actifs sous gestion nets des fonds d'investissement et SICAV			130	159	187.5	192.6	210	224.3
Banques	68.7	70	96.8	134.5	191.5	222.4	213.7	183.8
"Societa di intermediazione mobiliare"	15	19.6	27.2	59.4	89	48.1	41.2	39.8
Sociétés d'investissement	9.7	9.7	10.6	n/d	n/d	91.3	143.2	188.1
Asset management total	93.5	99.4	134.6	193.9	280.5	361.9	398.0	411.7
Assurance-vie	45	56.3	67.6	85.2	106.1	134.9	207.6	232.9
Fonds pension	49.1	52.2	51.1	53.8	56.3	57.7	60.3	77.2
Total	163.7	177.6	357.7	500.8	745.5	924.1	1003.5	1016.2

Sources : Assogestioni, Banca di Italia

1.6 Etats-Unis

Pour les Etats-Unis, les tableaux 23-24 reprennent le total des actifs sous gestion institutionnelle. Les actifs ont pratiquement triplé de 1990 à 2001, ce qui implique un taux de croissance annuel moyen de 10.8%. En termes de poids respectifs, les assureurs-vie et les fonds pension (privés et publics) ont longtemps dominé le marché, mais au cours des années 1990, les fonds mutuels ou fonds d'investissement ouverts au grand public ont gagné des parts de marchés.

Tableau 23 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en milliards d'USD)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Assurance-vie	1351.4	2063.6	2769.5	3067.9	3135.7	3224.6
Autres assureurs	533.5	740.3	876.4	875.1	866.1	863
Fonds pension privés	1634.5	2923.4	4177.8	4630.4	4515.4	4171.7
Fonds pension publics	800.6	1303.3	2054.1	2226.8	2289.6	2179.6
Fonds du marché monétaire	493.3	741.3	1329.7	1578.8	1812.1	2240.7
Fonds mutuels d'investissement	608.4	1852.8	3613.1	4538.5	4434.6	4135.5
Fonds d'investissement de capital fixe	52.9	134.3	151	151	142	133.8
Total	5474.6	9759	14971.6	17068.5	17195.5	16948.9

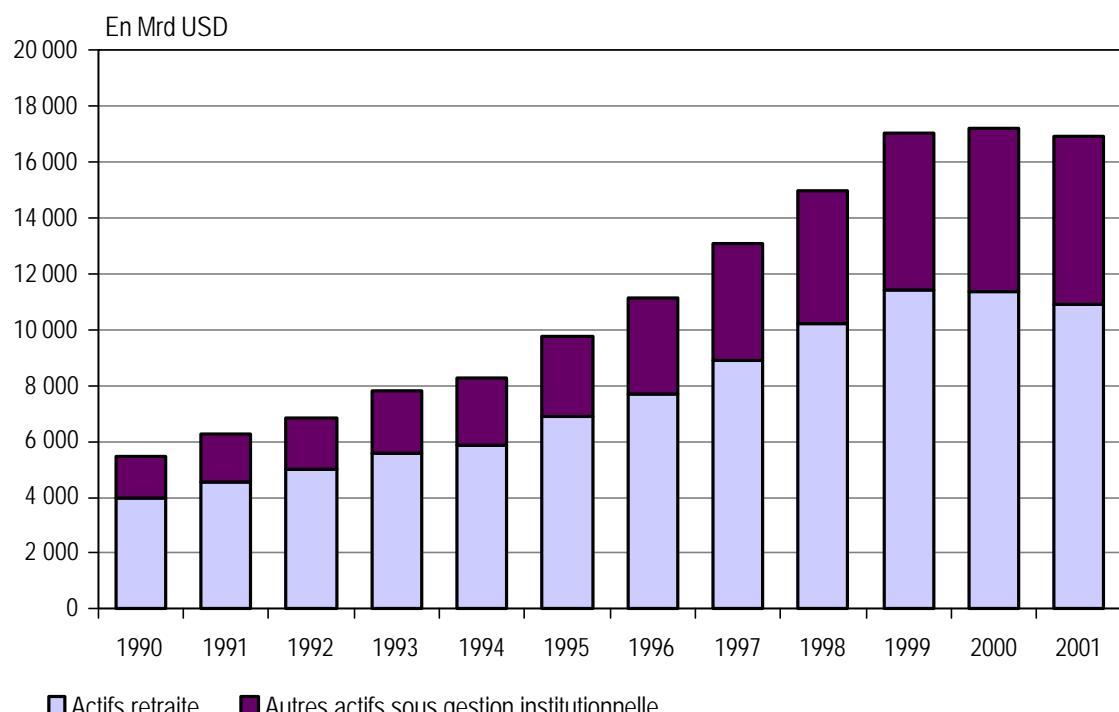
Source : Federal Reserve Board

Tableau 24 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle (en %)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Assurance-vie	24.7	21.1	18.5	18.0	18.2	19.0
Autres assureurs	9.7	7.6	5.9	5.1	5.0	5.1
Fonds pension privés	29.9	30.0	27.9	27.1	26.3	24.6
Fonds pension publics	14.6	13.4	13.7	13.0	13.3	12.9
Fonds de marché monétaire	9.0	7.6	8.9	9.2	10.5	13.2
Fonds mutuels d'investissement	11.1	19.0	24.1	26.6	25.8	24.4
Fonds d'investissement de capital fixe	1.0	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Federal Reserve Board

Le profil de la croissance des fonds sous gestion institutionnelle est très similaire aux autres pays, mis à part que l'accélération est venue plus tôt qu'en Europe. Ceci est certainement dû au développement plus fort du marché de l'épargne retraite. Depuis 2000, la croissance a plafonné et 2001 enregistre un léger déclin comme dans les autres pays. Ce sont les actifs financiers dédiés à la retraite qui ont décliné ; les autres actifs institutionnels ont continué à croître, malgré le retournement boursier.

Graphique 20 – Etats-Unis : Actifs sous gestion institutionnelle : actifs retraite et autres, en milliards d'USD

Sources : Federal Reserve Board, Flow of Funds, ICI

Concernant les placements des investisseurs institutionnels on voit aussi que la structure s'est modifiée au cours des années 1990 ; au total, les actions cotées ont quasi-doublé leur part dans le portefeuille de 23.8% en 1990 à 41.5% en 2001.

Tableau 25 - Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en milliards d'USD)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Dépôts étrangers	26.7	19.7	30.6	42.9	91.1	124.2
Monnaie et dépôts transférables	30.9	15.6	24.1	23.4	27.1	70.1
Autres dépôts	140.0	163.4	276.7	306.8	291.1	371.9
Parts en fonds marché monétaire	35.9	60.3	173.8	208.9	221.9	254.3
Options de rachat	131.0	229.1	319.4	317.7	402.0	407.7
Titres de marché de crédit	3120.2	4630.0	5803.0	6159.6	6456.0	6968.9
“Open market paper”	316.7	387.1	630.3	753.5	866.7	855.8
Obligations fédérales EU	1032.9	1667.2	1758.5	1809.3	1844.2	2096.0
Obligations municipales	360.4	572.0	727.2	742.4	748.4	801.4
Obligations entreprise et étrangères	1032.8	1667.3	2334.3	2490.7	2624.2	2829.1
Prêts sur contrats assurance	61.6	95.9	103.8	99.0	101.9	104.1
Prêts hypothécaires	308.9	237.4	247.0	262.6	268.9	280.7
Actions	1302.0	3480.8	6711.4	8257.9	7927.7	7041.9
Parts en fonds mutuels	71.2	354.5	691.5	797.1	781.7	695.8
Autre	616.4	805.7	941.4	954.8	996.8	1014.0
Total	5474.3	9759.1	14971.9	17069.1	17195.4	16948.8

Source : Federal Reserve Board

En premier lieu, ce phénomène est certainement dû à la croissance des fonds mutuels. Toutefois d'autres catégories de zinzins se sont aussi tournés de plus en plus vers les marchés boursiers. Pour les assureurs-vie, la proportion des actions dans les actifs totaux est passée de 6% en 1990 à 26.5% en 2001, via un point haut à 31.4% en 1999.

Tableau 26 – Etats-Unis : Structure des actifs des investisseurs institutionnels, 1990-2001 (en %)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Dépôts étrangers	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
Monnaie et dépôts transférables	0.6	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4
Autres dépôts	2.6	1.7	1.8	1.8	1.7	2.2
Parts en fonds marché monétaire	0.7	0.6	1.2	1.2	1.3	1.5
Options de rachat	2.4	2.3	2.1	1.9	2.3	2.4
Titres de marché de crédit	57.0	47.4	38.8	36.1	37.5	41.1
Open market paper	5.8	4.0	4.2	4.4	5.0	5.0
Obligations fédérales EU	18.9	17.1	11.7	10.6	10.7	12.4
Obligations municipales	6.6	5.9	4.9	4.3	4.4	4.7
Obligations entreprise et étrangères	18.9	17.1	15.6	14.6	15.3	16.7
Prêts sur contrats assurance	1.1	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
Prêts hypothécaires	5.6	2.4	1.6	1.5	1.6	1.7
Actions	23.8	35.7	44.8	48.4	46.1	41.5
Parts en fonds mutuels	1.3	3.6	4.6	4.7	4.5	4.1
Autre	11.3	8.3	6.3	5.6	5.8	6.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

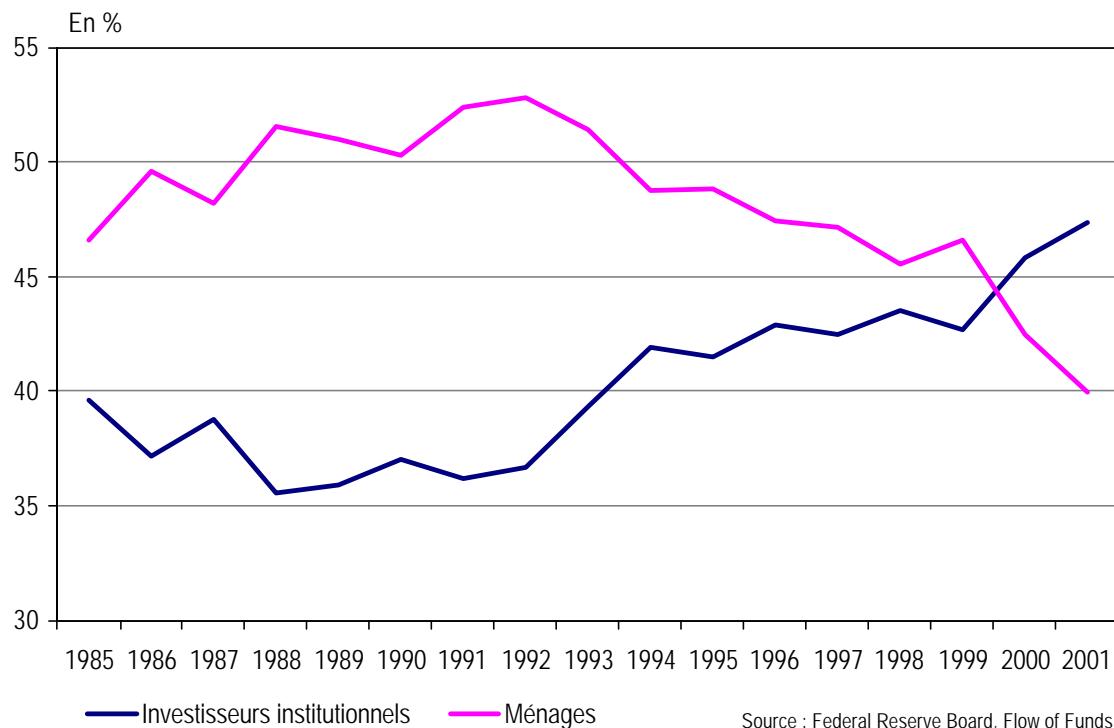
Source : Federal Reserve Board

L'intermédiation institutionnelle – la détention nominale et réelle d'actions et fonds mutuels des ménages

A partir des données des comptes financiers des Etats-Unis, on peut réfléchir sur la détention d'actions et de parts en fonds d'investissement mutuels des ménages afin d'illustrer le rôle des zinzins dans l'évolution de la composition du patrimoine financier des ménages. On a noté déjà dans une section précédente que, pour partie, la monté des zinzins est due à une substitution au sein du patrimoine des ménages des actions détenues en direct par les actions gérées par les investisseurs institutionnels.

En termes d'encours total d'actions, la part détenue par les ménages a certainement diminué, surtout depuis 1992 (de 52.8% à 40.0% de l'encours total fin 2001). A l'opposé, la part détenue par les investisseurs institutionnels a augmenté de 36.7% en 1992 à 47.4% en 2001. Mais ceci ne veut pas dire que les ménages sont moins exposés aux risques de marché. Car les actions détenues en direct occupent toujours une place très importante (18.8% du patrimoine financier total fin 2001, en déclin de 26% en 1999 en raison du retournement boursier).

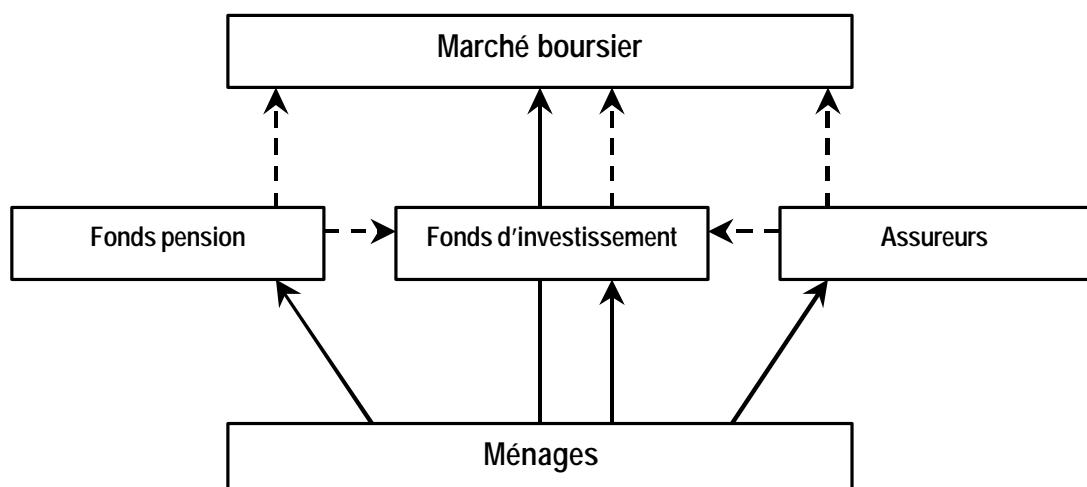
Graphique 21 – Etats-Unis : Détection d'actions par investisseurs institutionnels et ménages 1985-2001 (en % du total)



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds

Deuxièmement, les rachats d'actions par les investisseurs institutionnels ont maintenu le lien entre le patrimoine des ménages américains et la bourse, mais cette fois-ci de façon indirecte : les ménages sont les principaux détenteurs de parts de fonds mutuels, des droits de fonds pension (privés et publics) et des assurances-vie. Les placements faits par les investisseurs institutionnels sont principalement pour le compte des ménages.

Graphique 22 – Détection directe et indirecte d'actions et parts de fonds d'investissement par les ménages

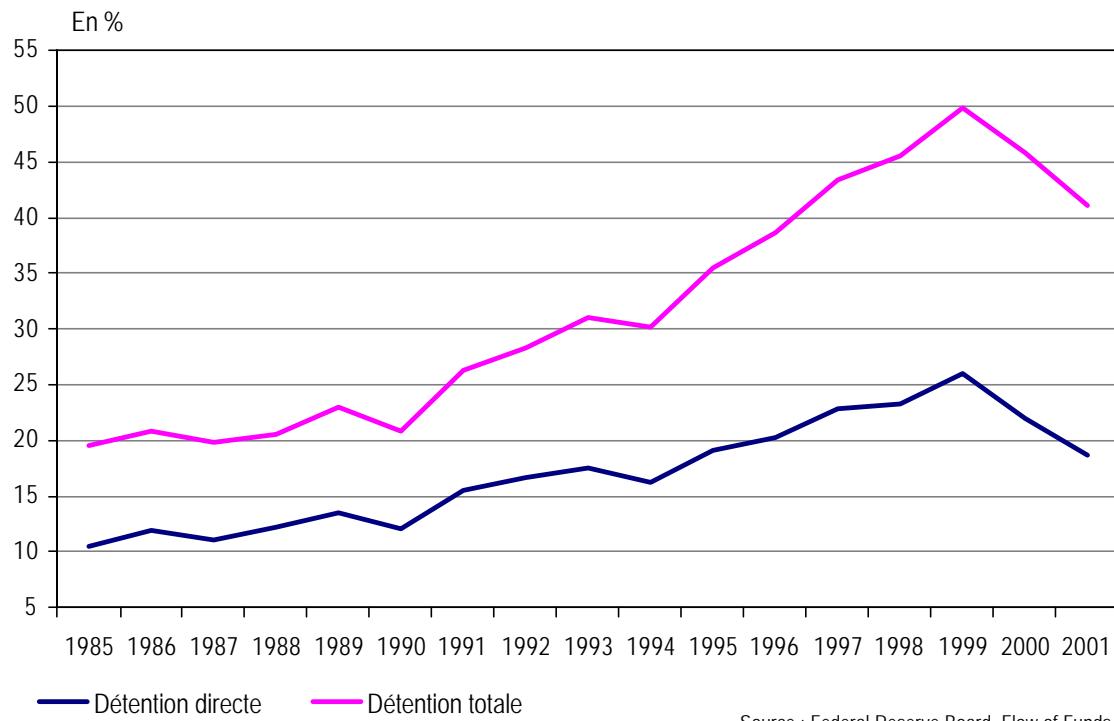


On peut illustrer la structure d'intermédiation entre les ménages et le marché boursier avec la graphique 22 ; comme partie de leur patrimoine financier les ménages détiennent entre autres des droits accumulés sur les fonds pension, des parts dans des fonds d'investissement, des assurances-vie et autre assurances³¹ et des actions détenues en direct. Les placements entrepris par les zinzins avec les fonds versés par les ménages incluent toute la gamme des titres (mobiliers et immobiliers), avec une allocation qui doit rendre les ressources suffisantes pour répondre aux engagements (dans les cas des fonds pension CD, de l'assurance vie en unités de compte et de plupart des fonds d'investissement non-garantis, ceci n'est pas une condition obligatoire), et qui aussi de faire apparaître une marge servant à rémunérer les institutions.

Les trois catégories principales d'institutions investissent dans des actions. Ceci veut dire que les ménages détiennent des actions en direct et à travers des engagement institutionnels. En suivant la comptabilité financière fournie par le « Federal Reserve Board », on peut estimer la détention réelle d'actions par les ménages américains. : en incluant l'intermédiation, on arrive à 50% du patrimoine financier des ménages en 1999 (dont plus de la moitié gérée par l'intermédiation institutionnelle). Directement ou indirectement les ménages détiennent 89.3% de l'encours du « corporate equity » aux USA. On voit aussi que la réduction depuis 1999 est plutôt significative. Cependant, cette réduction est due à des ventes nettes par les ménages et les fonds pension privés tandis que les assureurs, les fonds mutuels et les fonds de pension publics ont continué d'acheter des actions (achats nettes de 396 Mrd d'USD en 2000-2001). En d'autres termes, les stratégies de placement des zinzins n'ont pas diminué l'exposition des ménages au retournement boursier ; au contraire, on pourrait avancer que ces stratégies ont plutôt renforcé cette exposition.

³¹ Le passif des assureurs sont les réserves techniques d'assurance, du moins en ce qui concerne l'ensemble des assurance de personnes ; comptabilisées comme un actif dans le compte financier des ménages.

Graphique 23 – Etats-Unis : Détection directe et réelle d'actions par les ménages (en pourcentage du patrimoine financier total)



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds

Si on regarde les fonds d'investissement, les réflexions sont assez similaires. Les tableaux 27-28 montrent la structure de détection des fonds mutuels par secteurs aux Etats-Unis. La demande des ménages pour des services professionnels de gestion a joué un rôle majeur dans le développement du secteur.

Tableau 27 – Etats-Unis : Détection des fonds mutuels par secteur 1990-2001
(en milliards d'USD)

	1990	1995	1998	1999	2000	2001
Ménages	456.6	1158.9	2401.3	3111.5	3093.1	2955.2
Entreprises non-financiers	9.7	45.7	95.5	128.9	129.2	107.8
Administrations publics	4.8	35	21.3	25.6	26.4	31.5
Banques d'affaires	1.9	2.3	9.1	12.4	15	21.3
Coopératives de crédit	1.4	2.8	3.6	2.5	2.2	3.7
Bank personal trusts and estates	62.7	253.5	390.8	460.6	387	320
Assureurs-vie	30.7	27.7	23.3	43.3	48.1	44.3
Fonds de pension privés	40.5	326.8	668.2	753.8	733.6	651.5
Total	608.4	1852.8	3613.1	4538.5	4434.6	4135.5

Source : Federal Reserve Board

Tableau 28 – Etats-Unis : Détection des fonds mutuels par secteur 1990-2001
(en %)

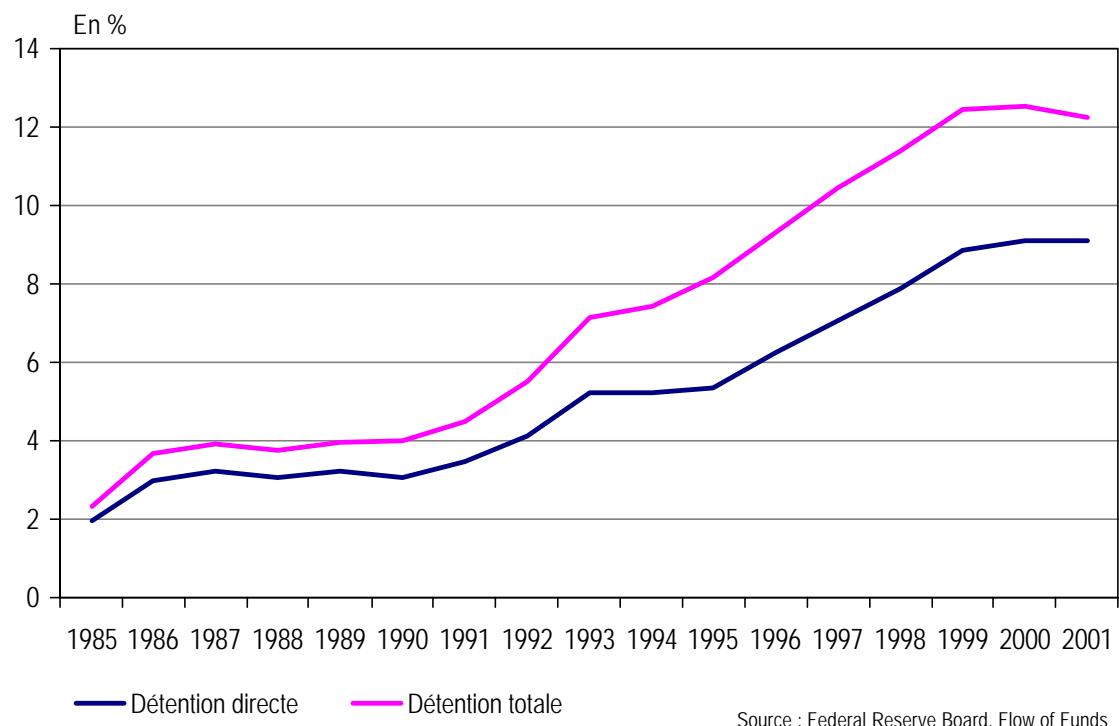
	1990	1995	1998	1999	2000	2001

Ménages	75.0	62.5	66.5	68.6	69.7	71.5
Entreprises non-financiers	1.6	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6
Administrations publics	0.8	1.9	0.6	0.6	0.6	0.8
Banques d'affaires	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5
Coopératives de crédit	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1
Bank personal trusts and estates	10.3	13.7	10.8	10.1	8.7	7.7
Assureurs-vie	5.0	1.5	0.6	1.0	1.1	1.1
Fonds pension privés	6.7	17.6	18.5	16.6	16.5	15.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Federal Reserve Board

Selon le graphique 24, les ménages détiennent des parts en fonds d'investissement de façon directe et indirecte (via les assureurs et fonds de pension). Pour les ménages américains l'effet d'inclure la détention indirecte est moins violent que dans le cas des actions cotées, mais toutefois notable. De 9.1% du patrimoine financier, le taux de détention monte à 12.3%.

Graphique 24 – Etats-Unis : Détention directe et totale de parts en fonds mutuels par les ménages, en % du patrimoine financier total



Source : Federal Reserve Board, Flow of Funds

2 Le marché retraite aux Etats-Unis : gestion et risque dans la retraite par capitalisation

Nous avons choisi d'étudier précisément la structure et les tendances du marché retraite aux Etats-Unis. L'avantage d'un focus sur les Etats-Unis réside dans le fait que les données de base sont plus compréhensibles et accessibles; en outre, le marché de la retraite par capitalisation américain est le plus développé du monde, et donne des informations clefs sur la répartition de la gestion des actifs financiers dédiés à la retraite par secteur, par types d'investissements, et les risques qui y sont attachés.

Le système de retraite aux Etats-Unis est composé de trois éléments :

- **la sécurité sociale** : un système d'assurance social (maladie, chômage, etc.) financé par les autorités publiques qui inclut le dispositif pour des retraites de base ;
- **les régimes de retraite professionnels** : des régimes de retraite offerts par les employeurs (publics et privés) qui peuvent être des prestations définies (PD) ou des cotisations définies (CD, dont le type le plus connu est le compte « 401(k) »³²).
- **les comptes de retraite personnels** (Individual Retirement Accounts – IRAs), comptes d'épargne individuels partiellement exonérés d'impôts qui peuvent être utilisés pour la retraite ou des frais d'éducation.

En outre, les créances des ménages sur les assureurs-vie peuvent être comptées comme des actifs destinés à la retraite et donc inclus avec les deux derniers « piliers », c'est à dire, les régimes de retraite (hors sécurité sociale) qui constituent vraiment un « marché ».

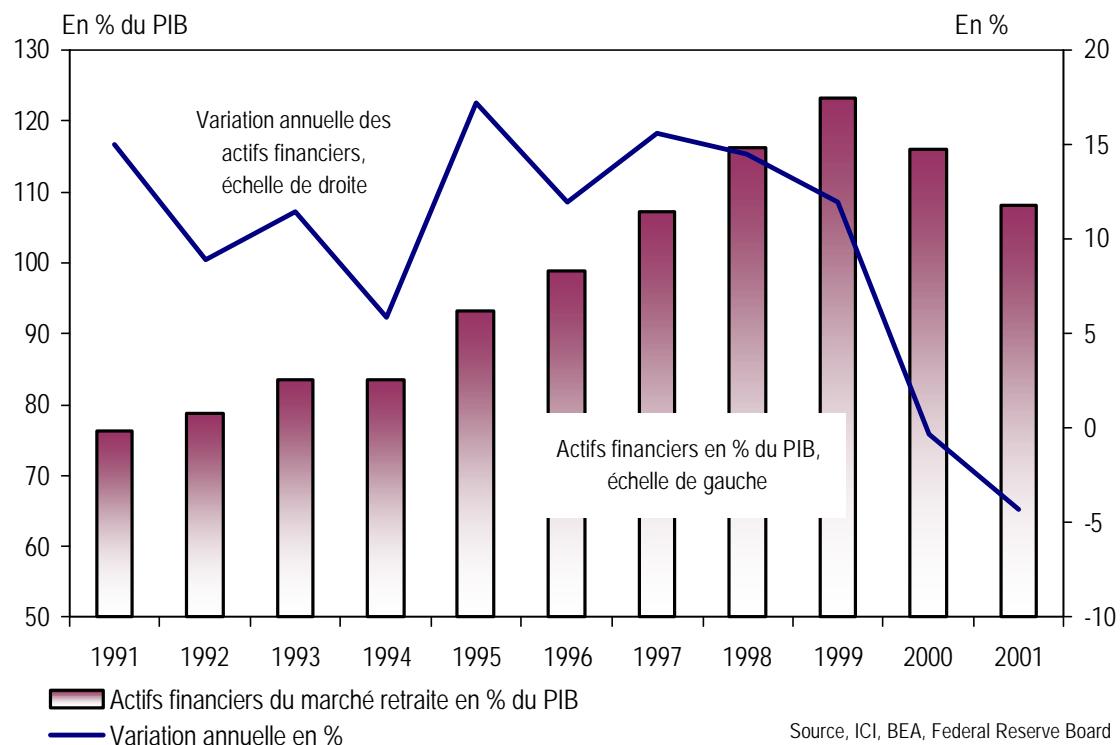
2.1 Le marché retraite au total

Le marché américain de la retraite est composé par les IRA, les régimes de retraite PD ou CD privés ou publics. Au total, fin 2001, la totalité du marché représentait 10,893 Mrd USD, soit 108% du PIB. Même élevés, les encours sont en recul : après une dizaine d'années de montée régulière, la croissance des encours est devenue négative en 2000-2001, réduisant ainsi le poids des actifs financiers en pourcentage du PIB.

Toutefois, de 1991 à 2001 les actifs totaux sous gestion ont crû de 138.1% (équivalant à un taux de croissance annuel moyen de plus de 9%). Certes, la longue inflation des prix des actions domestiques a gonflé cette croissance, de la même façon que la chute boursière a provoqué un coup d'arrêt.

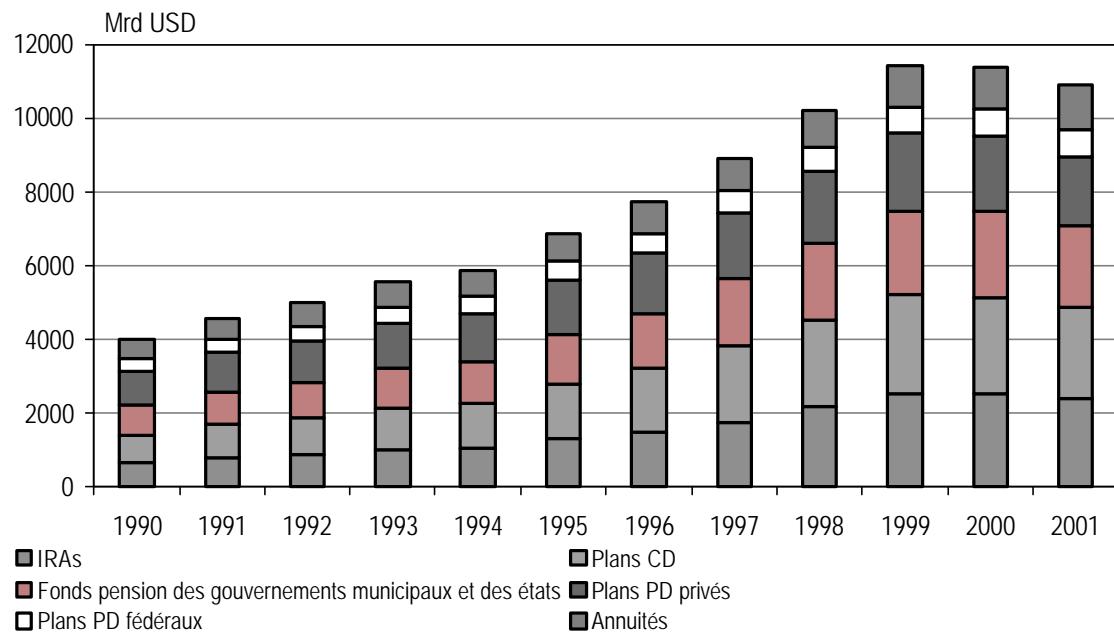
³² Nommé d'après l'article correspondant dans le code des impôts.

Graphique 25 – Etats-Unis : Evolution des actifs financiers du système retraite, 1991-2001



Il est intéressant d'analyser précisément les causes de ces fluctuations. Si l'on regarde la répartition des actifs financiers entre les différents produits, les plans personnels CD, les IRA et les plans PD privés sont les principaux responsables des fluctuations à la hausse et à la baisse. On peut noter aussi que les plans à prestations définies ont contribué négativement à la croissance des actifs totaux. Car face aux clôtures de nombreux plans, il n'y plus d'ouvertures de nouveaux contrats (les plans à cotisations sont en croissance au détriment des PD).

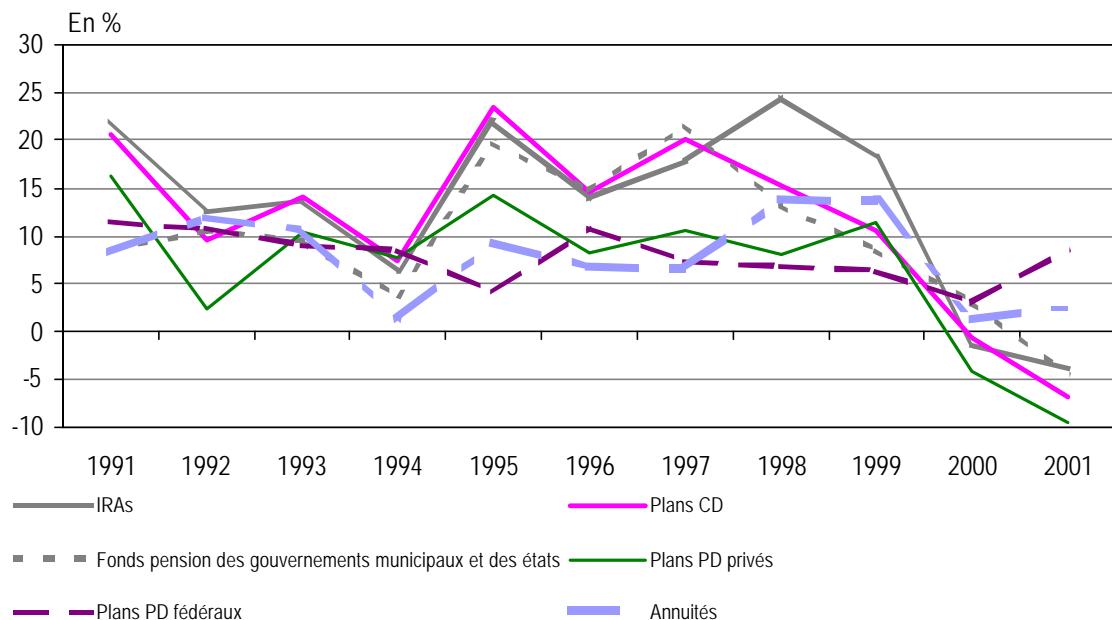
Graphique 26 – Etats-Unis : Marché de la retraite 1990-2001, répartition par produit en encours



Sources : ICI, Federal Reserve Board, Internal Revenue Service, American Council of Life Insurers

On peut aussi noter la popularité croissante des plans CD (dont les 401(k)) et des IRA ; entre 1990 et 2000, ils se sont élevés de 35% des actifs totaux à 45.1%. Cela revient à dire que la proportion de réserves financières dédiées à la retraite exposée au risque de marché a été en croissance jusqu'au 2000.

Graphique 27 – Etats-Unis : Marché total de retraite, variation annuelle des actifs en %, répartition par produit et total



Sources : ICI, Federal Reserve Board, Internal Revenue Service, American Council of Life Insurers

2.2 Les fonds d'investissement dans le marché retraite

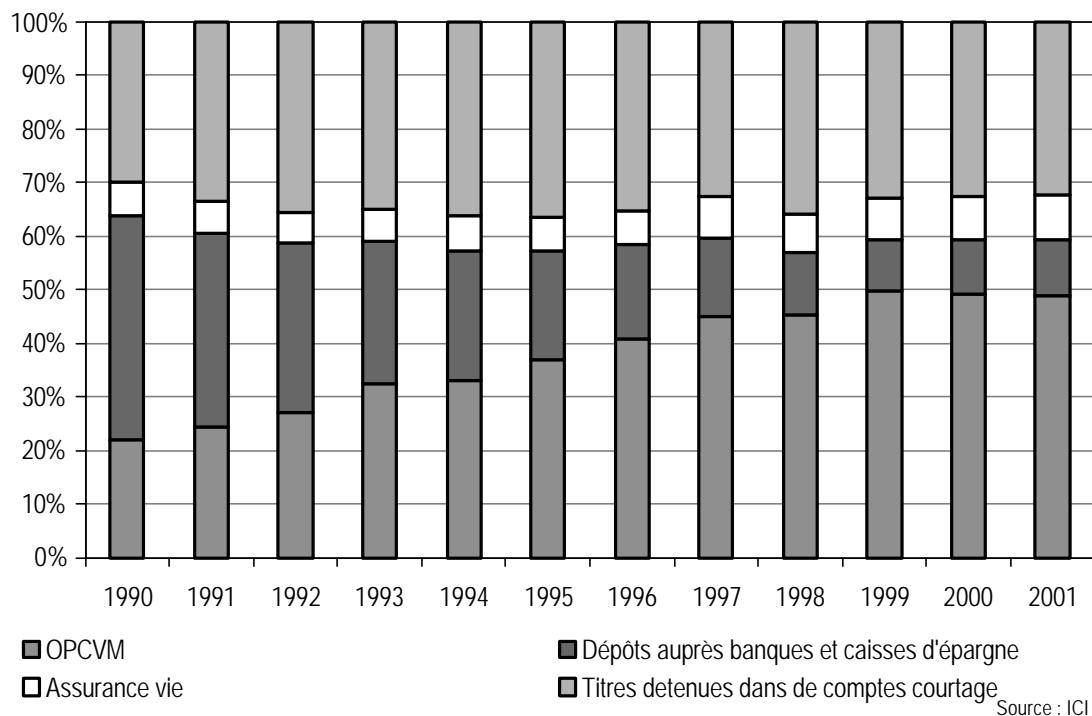
En général, les plans CD et les IRA offrent aux épargnants une gamme de choix pour les placements des fonds épargnés. Les fonds d'investissement (ou OPCVM) sont plus directement impliqués dans la gestion des placements. Comme nous allons le voir, **les OPCVM sont les gestionnaires principaux de la partie du marché retraite la plus soumise au risque**.

2.2.1 Les OPCVM comme gestionnaires des IRA et Plans CD

Les comptes de retraite individuels - IRA

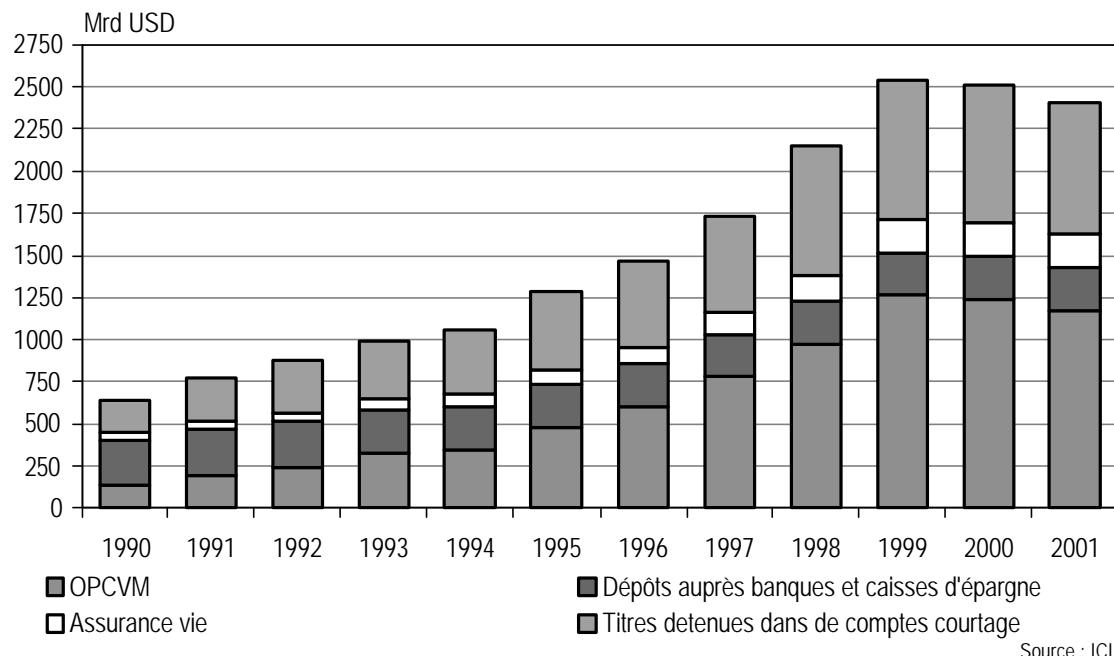
Si on regarde d'abord les IRA, il est évident que les OPCVM ont conquis une part de marché si élevée qu'ils doivent être considérés comme des acteurs dominants ; de 22.0% en 1990 à 48.7% fin 2001. Ceci c'est probablement le résultat de deux facteurs : premièrement, les OPCVM ont promis une rentabilité des fonds supérieure aux autres gestionnaires (et probablement aussi des charges de gestion relativement basses). Le résultat est une désintermédiation du secteur bancaire notable, la part des IRA gérés par des banques et caisses d'épargne (« Thrifts ») a baissé fortement sur la même période, de 41.8% en 1990 à 10.6% en 2001.

Graphique 28 – Etats-Unis : Les comptes individuels de retraite (IRA), total actifs répartis par secteur gestionnaire (en %)



Deuxièmement, de la forte croissance des actifs financiers dans les IRA sur la période (278.5%, TCAM 16.6%), les OPCVM ont capté quasiment 60%. Sur la période, les banques et caisses d'épargne ont reculé légèrement en termes des encours d'actifs gérés. Ce sont probablement les stratégies et le marketing des OPCVM qui sont pour une bonne part responsables de la croissance de ce type d'actif.

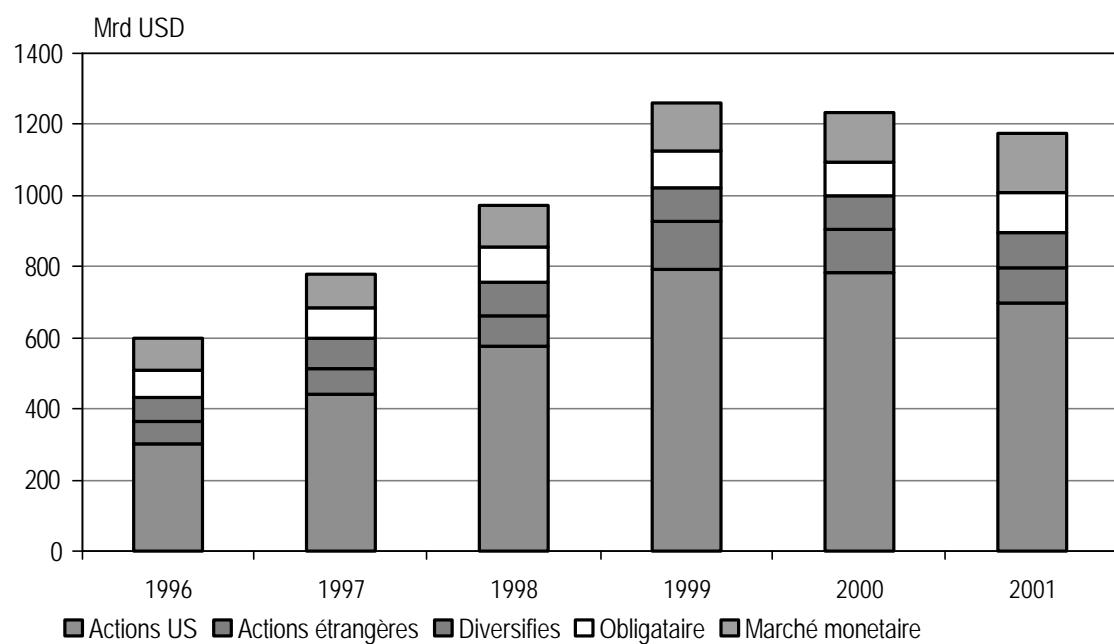
Graphique 29 – Etats-Unis : Actifs détenus dans des IRA, répartition par secteur gestionnaire en USD Mrd



Source : ICI

Les OPCVM ont offert un rendement supérieur aux clients ; ceci est évident si l'on regarde la répartition des investissement sous-jacents gérés par des IRA. La stratégie dominante au cours de cette période a été d'investir les actifs gérés dans des fonds actions, domestiques et étrangers ; d'où les taux de rendement supérieurs jusqu'en 1999. Après, c'est une autre histoire.

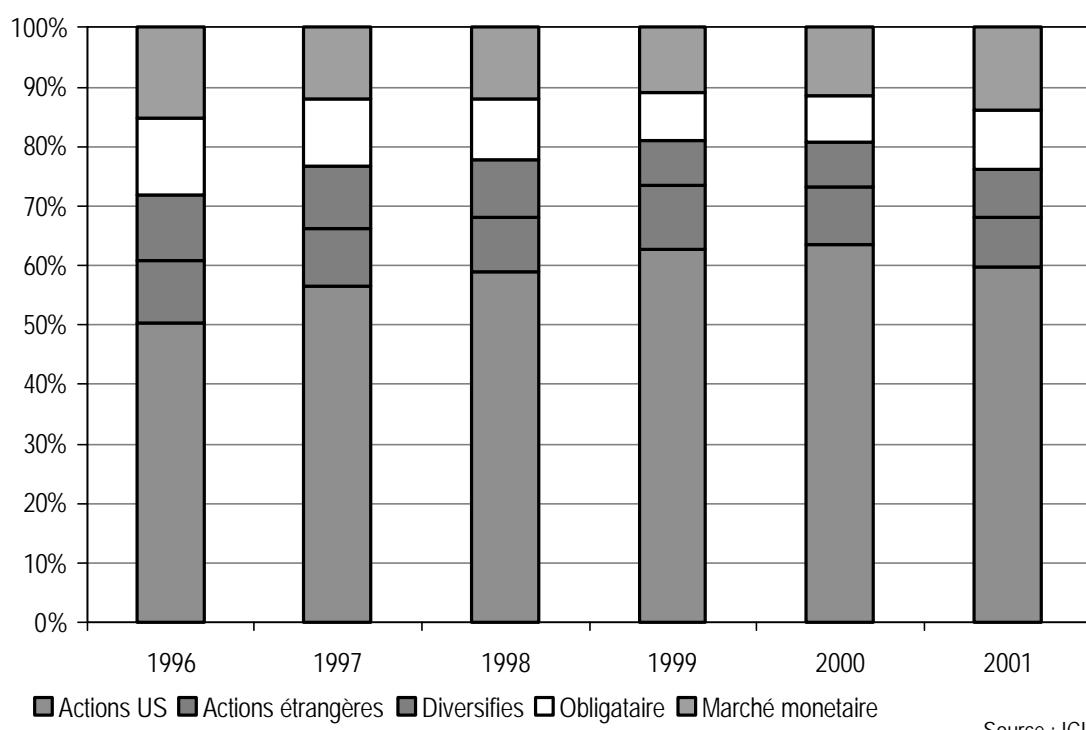
Graphique 30 – Etats-Unis : IRA sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en USD Mrd)



Source : ICI

Fin 2001, les actifs IRA gérés pas des OPCVM étaient majoritairement investis dans des fonds d'actions à hauteur de 68.1% des encours. Toutefois, en 2001, on peut aussi noter un certain retour des fonds obligataires, diversifiés et du marché monétaire, mais le retournement vers les fonds moins risqués est quand-même insuffisant pour limiter efficacement les pertes en capital dues à la chute boursière.

Graphique 31 – Etats-Unis : IRAs sous gestion par OPCVM, répartition des actifs par types de fonds (en %)

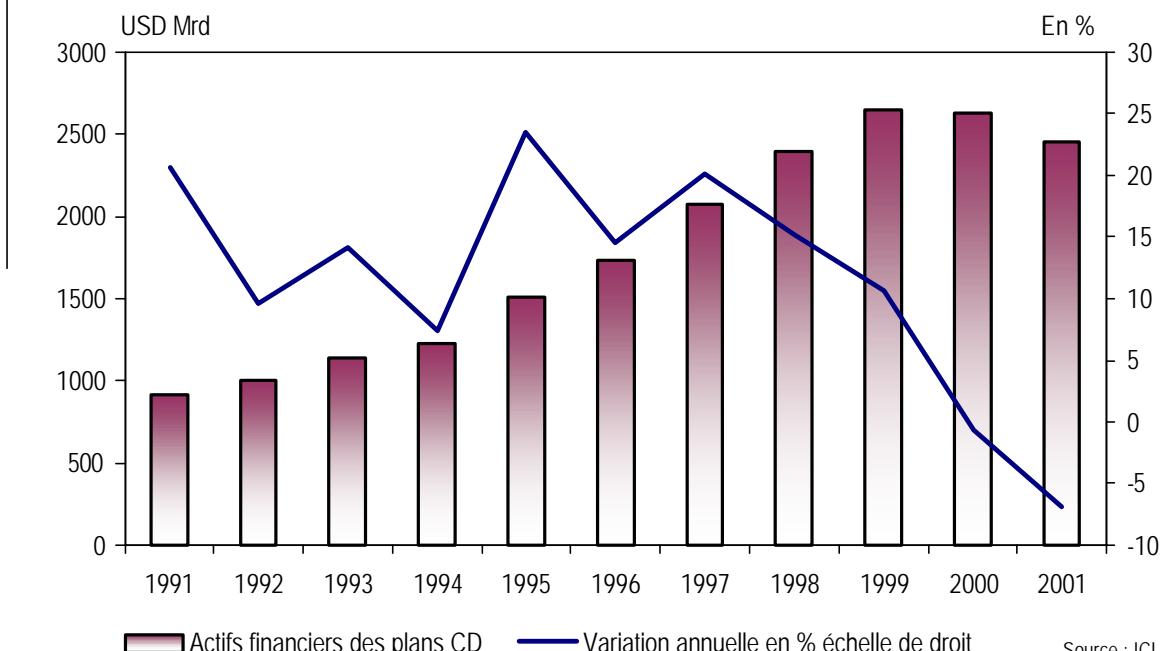


Source : ICI

Les plans CD

Pour les plans retraite à cotisation définies, les tendances des années 1991-2001 sont assez similaires à elles des IRA. Les plans CD ont augmenté énormément en termes de popularité; les actifs totaux ont crû 168.9% entre 1991 et 2001 (TCAM 10.4%). Ici aussi les deux dernières années mettent en lumière les effets de la déflation des prix des titres boursiers ; le taux de croissance des encours est devenue négatif, surtout en 2001, ramenant les encours totaux presque au niveau de 1998, ce qui correspond à trois années de cotisations perdues pour les adhérents.

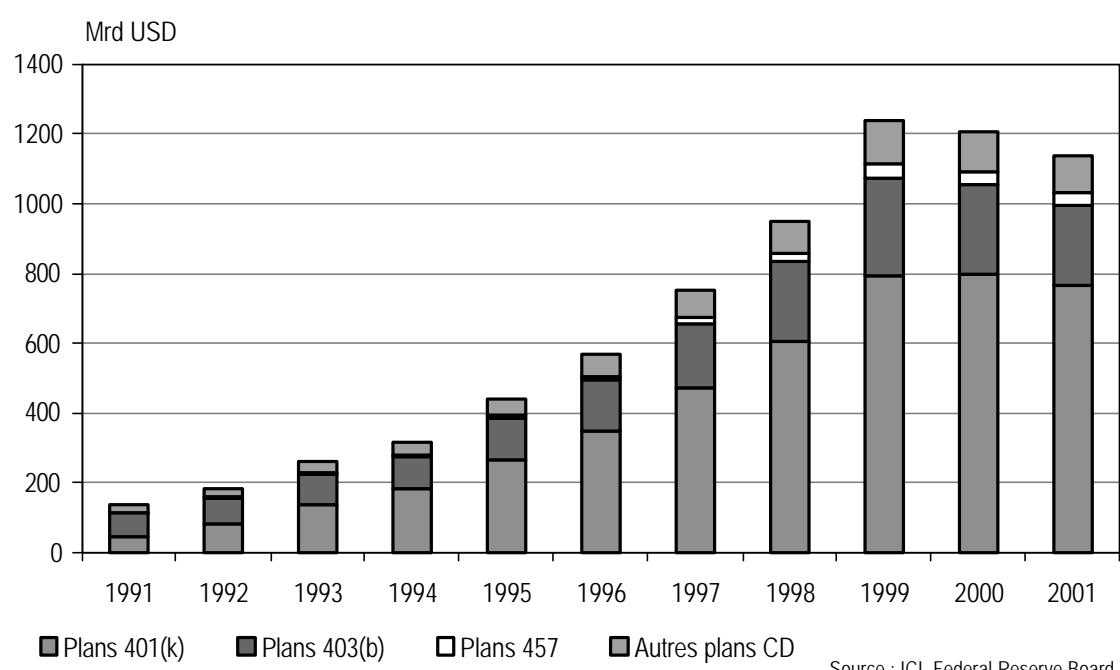
Graphique 32 – Etats-Unis : Actifs des plans à cotisations définies, croissance annuelle en % et encours fin d'année



Source : ICI

C'est dans cette catégorie que nous trouvons les fameux comptes 401(k), qui sont des comptes individuels de retraite souvent sponsorisés par les employeurs. Ce régime de retraite représentait 71.5% des encours totaux des plans CD fin 2001, contre seulement de 48.2% dix années auparavant.

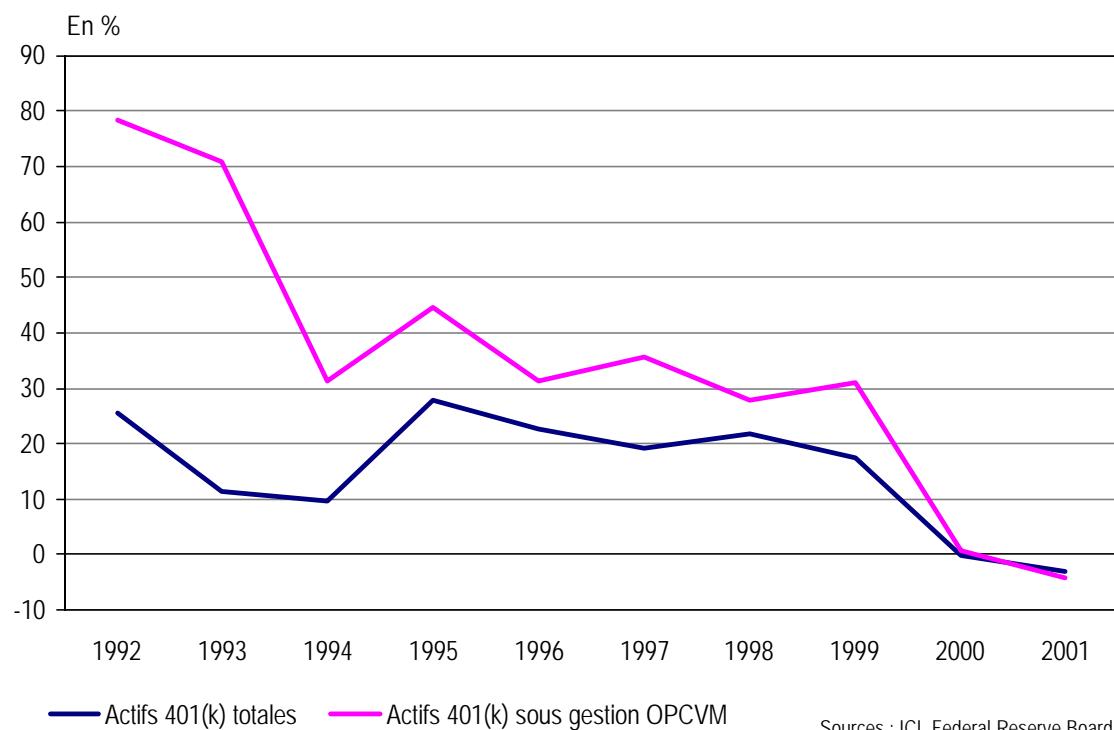
Graphique 33 – Etats-Unis : Actifs sous gestion OPCVM provenant de plans de retraite à cotisations définies, par types de plans (en USDmrd)



Source : ICI, Federal Reserve Board

Parmi les plans CD, les OPCVM ont aussi réussi à s'imposer comme les gestionnaires dominants avec une part de marché de 46.4% en 2001 (en hausse de 14.7% depuis 1991). Les OPCVM dominent aussi largement la gestion des comptes 401(k) avec 43.6%. La croissance de la part du marché, partie de 10.5% en 1991, est donc aussi impressionnante,. Les OPCVM ont capté aussi la gestion des autres comptes, comme les 403(b) et les comptes 457, mais à un moindre degré.

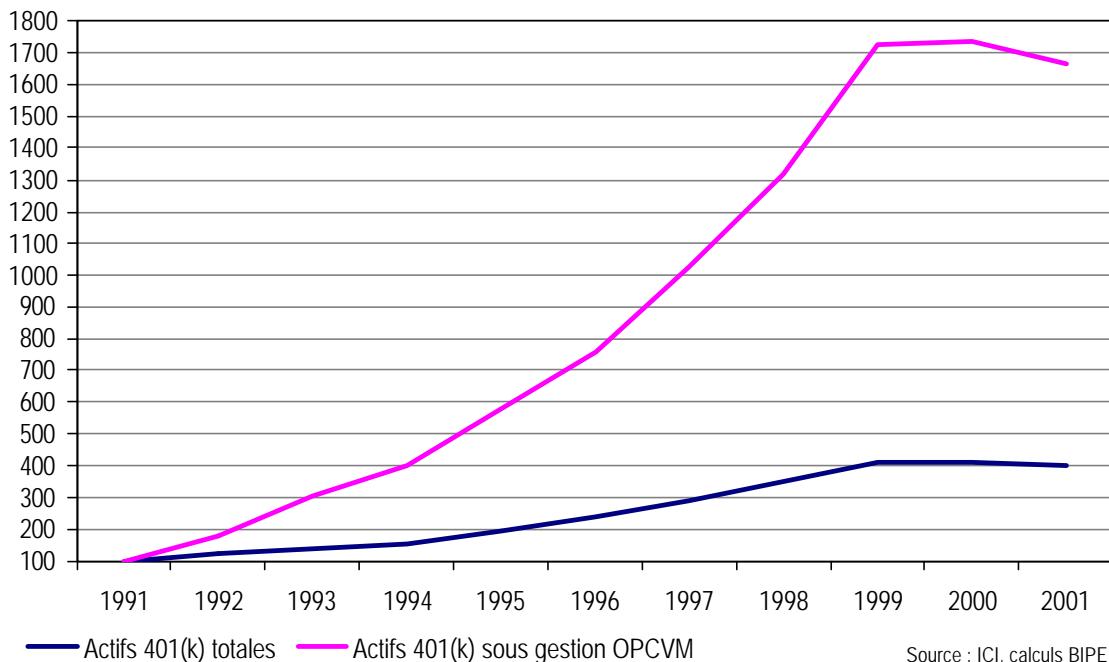
Graphique 34 – Etats-Unis : Variation annuelle en % des actifs financiers 401(k), encours fin d'année



Sources : ICI, Federal Reserve Board

La relation entre l'évolution des encours 401(k) totaux et sous gestion OPCVM est intéressante en soi ; après une plus forte croissance au début des années 1990, le total sous gestion OPCVM a ensuite connu une certaine décélération. En 2001, les encours gérés en OPCVM ont reculé comme les encours totaux.

Graphique 35 – Etats-Unis : Encours des comptes 401(k) - indice, 1991=100

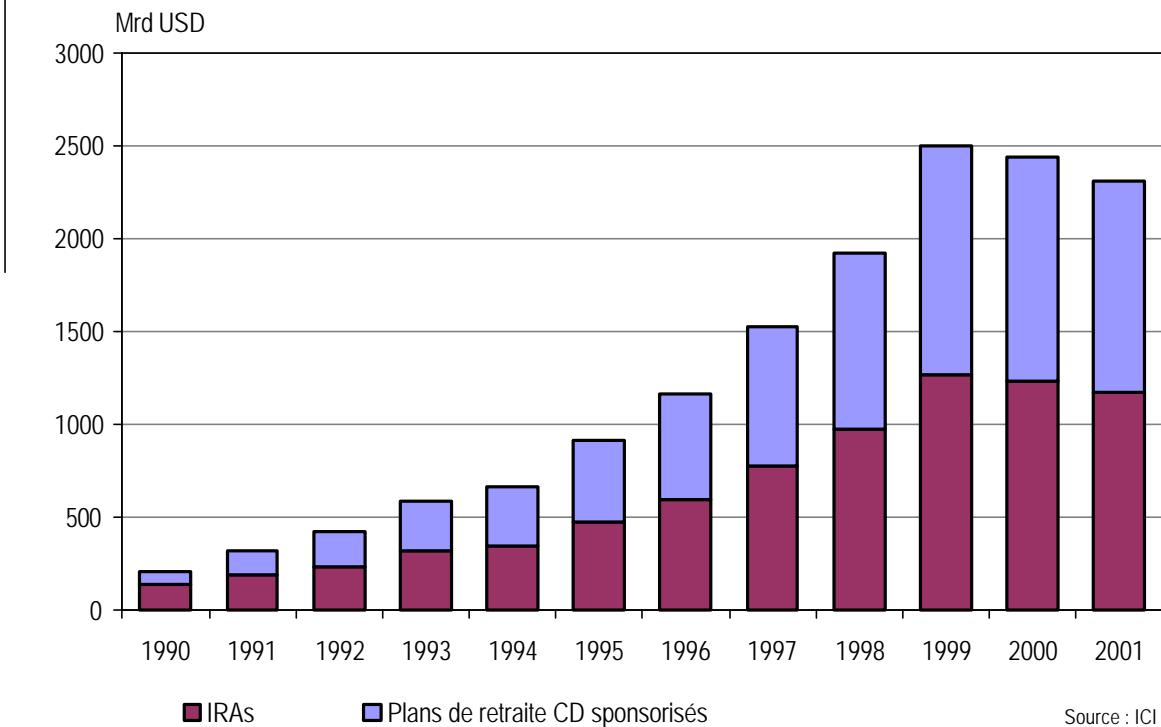


Source : ICI, calculs BIPE

2.2.2 Les OPCVM dans le marché total de la retraite

On a déjà remarqué que les fonds d'investissement vendent souvent des services de gestion de portefeuille aux fonds de pension et aux assureurs. Mais les fonds d'investissement interviennent directement dans le marché retraite. Selon les informations qui sont disponibles, on peut en effet mesurer la présence des OPCVM dans le marché retraite en compte propre.

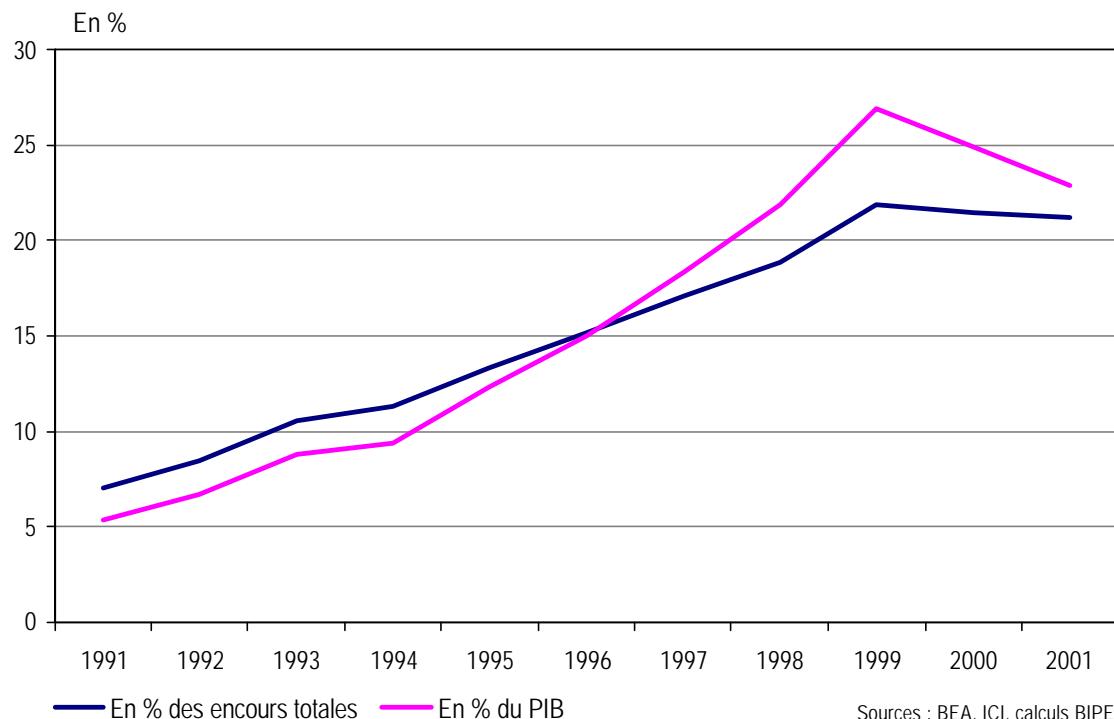
Graphique 36 – Etats-Unis : Actifs retraite sous gestion par OPCVM, répartis entre IRAs et Plans CD sponsorisés, encours fin d'année



Source : ICI

Hormis leur rôle de gestionnaires de portefeuille pour des assureurs et des fonds de pension, les OPCVM géraient 21.1% des encours pension fin 2001. Rapportée au PIB, la tendance est similaire mais toujours plus pentue ; en proportion du PIB les fonds gérés a dépassé le pourcentage dans les actifs financiers totaux en 1996.

Graphique 37 – Etats-Unis : Actifs financiers dédiés à la retraite sous gestion OPCVM (en % des actifs totaux et en % du PIB)



Sources : BEA, ICI, calculs BIPE

Annexe 1 : Producteurs et distributeurs sérieusement pris à partie dans le rapport Sandler

Le 18 juin 2001, le Chancelier de l'Echiquier, Gordon Brown, donnait mandat à un groupe de travail présidé par Ron Sandler, ancien directeur général du marché de l'assurance du Lloyd's, « d'identifier les forces de la concurrence et les incitations qui orientaient les industries concernées en particulier en ce qui concerne leur façon d'envisager les placements et, si nécessaire, de suggérer des mesures politiques qui garantissent que les intérêts des consommateurs-épargnants sont bien servis ».

Un an plus tard, dans les premiers jours de juillet 2002, Ron Sandler, après avoir pris connaissance de nombreuses études et entendu beaucoup de professionnels, a remis sa copie à Gordon Brown : 221 pages qui ne sont pas toutes consacrées à la louange des institutions financières britanniques et des différents réseaux de distribution³³.

L'industrie des « retail savings » gérait fin 2001 quelque 800 milliards de £. L'auteur du rapport reconnaît qu'au cours des dernières années cette industrie a permis à des millions de Britanniques d'épargner pour la retraite et qu'en termes de productivité elle fait assez bonne figure dans les comparaisons internationales. Mais, ajoute l'auteur, certains aspects des différentes activités que recouvre cette industrie sont préoccupants.

Si nous passons un peu de temps à analyser les conclusions du rapport Sandler, c'est que, si certaines d'entre elles concernent des pratiques typiquement britanniques, beaucoup d'autres ont une portée plus générale et pourraient éventuellement s'appliquer à des situations observées dans notre pays. Au cœur du débat, les contrats proposés par les compagnies d'assurance vie et les sociétés d'investissement collectif, mais aussi la façon dont ces produits sont vendus et la fiscalité qui les frappe.

1. Complexité, opacité

Selon l'auteur du rapport, le marché des produits d'épargne proposés aux particuliers se caractérise par un très haut degré de complexité : d'abord existent de nombreuses catégories de produits et de nombreux produits dans chaque catégorie (plus de 1600 unit trusts, par exemple, sont ainsi offerts) ; la structure des frais supportés est souvent peu transparente ; le traitement fiscal varié des différents produits ajoute encore à cette opacité ; enfin, le vocabulaire utilisé, qui change d'ailleurs d'un établissement à l'autre, est fréquemment incompréhensible au profane.

D'où, à l'arrivée, une concurrence très insuffisante qui résulte de la difficulté à réaliser, dans un temps raisonnable, des comparaisons entre les performances réelles des différents placements. Le rôle des IFA (Independent Financial Advisers) est aussi très critiqué : leur indépendance est en effet encore souvent douteuse puisqu'une grande partie de leurs recettes vient de commissions sur le placement des produits.

³³ *Medium and Long-Term Retail Savings in the UK, A Review*, July 2002, The Public Enquiry Unit, HM Treasury, Parliament Street, London, SW1P 3AG.

Globalement, l'auteur du rapport voit dans ces multiples complexités une des raisons majeures de la relative faiblesse de l'épargne des Britanniques (en brut, entre 5 et 7% de leur revenu), spécialement de celle des catégories modestes. Ajoutons qu'au cours de la dernière décennie cette faiblesse a été contrebalancée par des plus-values en capital importantes sur les marchés boursiers : la période dans laquelle nous entrons rend à coup sûr ces plus-values beaucoup plus hypothétiques. Si les Britanniques veulent continuer de faire progresser leur patrimoine, ne seront-ils pas obligés de faire remonter leur taux d'épargne ?

En matière de produits, deux catégories sont particulièrement visés par le rapport : les contrats d'assurance vie avec participation aux profits (« with-profits products ») et les fonds d'investissement à gestion « active ». En ce qui concerne les premiers, leur fonctionnement apparaît comme spécialement opaque ; les souscripteurs ignorent tout des supports sur lesquels ils sont placés et donc naturellement tout des performances réelles de ces supports. S'agissant des seconds, l'auteur du rapport s'étonne de la fréquence de la gestion active dans les fonds proposés au grand public, alors que ces fonds sont minoritaires dans les choix des investisseurs institutionnels pourtant mieux placés pour apprécier les performances. D'ailleurs, au cours des années récentes, les performances moyennes des unit trusts ont été de 2,5% inférieures à celles du marché en raison de « la conjonction des charges et d'une gestion active malheureuse ».

2. *Simplification, réglementation*

Le maître mot de l'auteur du rapport est dès lors « simplification » : dans la ligne de la stakeholder pension mise en place récemment par Tony Blair, il faut proposer des produits d'assurance vie et de placement dont les caractéristiques soient limpides et réglementées, la fiscalité simple et les frais limités, de sorte qu'une véritable concurrence puisse jouer dans l'offre des produits par les différents réseaux. Il faut aussi insister sur la véritable indépendance dont doivent jouir les IFA, ce qui implique que leurs conseils doivent être rémunérés en tant que tels : si l'on comprend bien, dans l'optique de Ron Sandler, pour vivre, les IFA devront conseiller, à prix modestes, un grand nombre de petits épargnants.

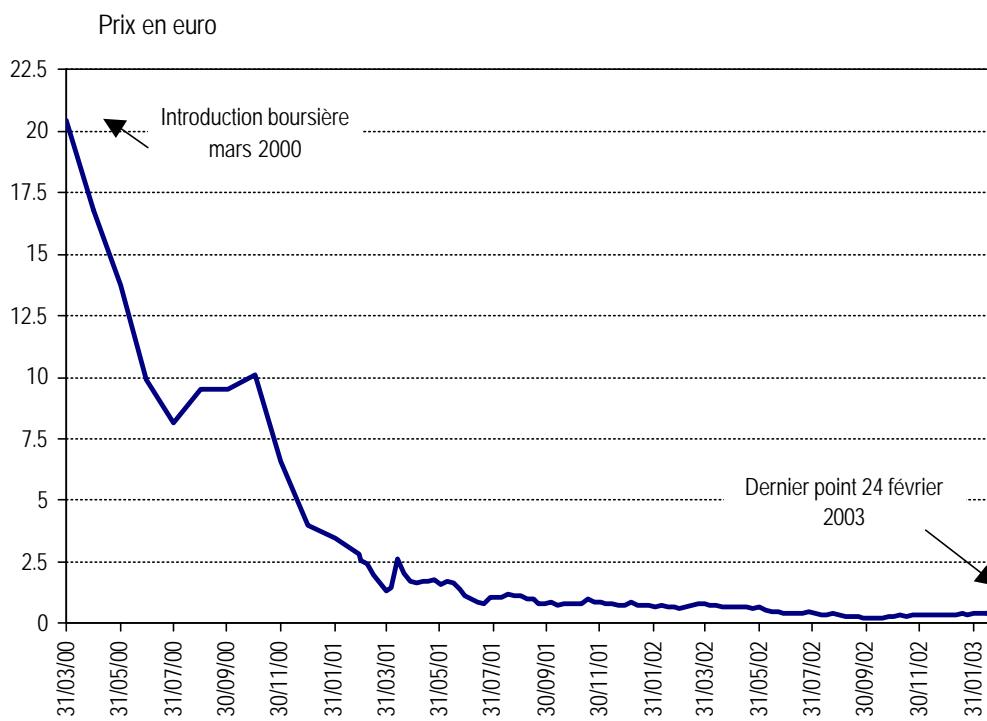
Naturellement les conclusions de ce rapport ont soulevé un tollé de protestations chez les professionnels. Richard Saunders, le directeur général de l'IMA (Investment Management Association) a expliqué que si les frais étaient élevés, c'était en raison des commissions prélevées au passage par les IFA. D'ailleurs, même en tenant compte de ces commissions, les fonds à gestion active ont encore un rendement net qui est, en moyenne, supérieur à celui des autres fonds. Bref, Monsieur Sandler regarde dans le rétroviseur : il a peut-être en partie raison en ce qui concerne la décennie passée au cours de laquelle les marchés ont été très porteurs, mais dans les marchés difficiles de demain, la gestion active va au contraire prendre encore davantage d'importance et ce ne sont pas des produits étroitement réglementés qui permettront de garantir aux épargnants des rendements satisfaisants.

On voit que le débat est ouvert ; il aura évidemment des répercussions sur le continent ; les professionnels des différents « métiers » de la finance ne seront probablement pas unanimes ; l'important est évidemment qu'au bout du compte l'ensemble des épargnants puissent être gagnants, mais également que la santé financière des différents intervenants puisse être assurée, car c'est aussi cela le « développement durable », comme le prouve abondamment le contre-exemple japonais.

Annexe 2 – L'introduction boursière de LYCOS Europe NV en mars 2000

En mars 2000, LYCOS Europe, un portail internet, a été introduit à la bourse. L'offre public d'achat (OPA) a été fortement souscrite par des zinzins européens, ce qu'a attiré aussi la demande des particuliers. La demande élevée poussait le prix de l'émission vers le haut de l'intervalle choisi par les vendeurs (24 euros), dû à une sur-souscription de facteur 30³⁴. A l'heure de rédaction, l'action est valorisé à 0.45 euro. Elle a perdu 98% de son valeur initial.

Graphique 38 – L'évolution du titre Lycos Europe depuis son OPA



LYCOS EUROPE N.V. INITIAL PUBLIC OFFERING OFFER PRICE FIXED AT EURO 24

Lycos Europe N.V. today announced the successful completion of its Initial Public Offering, the details of which are as follows: The Offer Price of the shares is Euro 24, representing the top of the bookbuilding price range of Euro 19 to Euro 24. The Offer was more than 30 times subscribed. Strong demand from European institutional investors and German retail investors.

The Offering comprises 28 million newly issued shares, representing approximately 12.3% free float, and is valued at approximately Euro 672 million.

³⁴ C'est à dire trente fois plus de demande pour les actions que le nombre offert.

Additionally, the Company has granted the underwriters an over-allotment option of up to a further 4.2 million newly issued shares valued at Euro 101 million. Assuming full exercise of the over-allotment option, the Offering will be valued at Euro 773 million, and will result in a free float of 13.9%.

Listing and trading to start on the Neuer Markt at the Frankfurt Stock Exchange on Wednesday, 22 March.

SIZE AND STRUCTURE OF THE OFFER

The IPO of Lycos Europe N.V. represented approximately 12.3% of the Company's share capital and was comprised of 28 million newly issued shares, not including the over-allotment option of up to 4.2 million newly issued shares. The indicative price range was set at between Euro 19 and Euro 24 on Monday, 13 March. The final price of the shares was determined to be Euro 24 following the bookbuilding process.

The Offering raised Euro 672 million. Assuming full exercise of the over-allotment option total proceeds will amount to Euro 773 million. All shares were offered through a capital increase, and existing shareholders did not sell any shares in the offering. "The unconditional support of Bertelsmann, Gruner + Jahr and Lycos, Inc. remains an important factor in the continuing development of our Company", said Christoph Mohn, referring to the shareholder structure after the Offer.

The Offer was extremely well received by investors and was heavily oversubscribed. The main sources of demand were European institutional investors and German retail investors. In proportion to the number of shares they subscribed for, German retail investors received an over-proportionally large allocation of the shares available in the IPO.

COMMENT

Christoph Mohn, CEO of Lycos Europe N.V., said today: "I am extremely enthusiastic about the confident reception by investors to the IPO of Lycos Europe N.V. The interest that they expressed during the roadshow presentations gave us an indication that our IPO would be well received. We believe that the demand for our shares indicates that investors are convinced by our strategy of being a pan-European internet portal with strong brands. We are now looking forward to the first day of trading and to a long and successful relationship with our new shareholders."

STRATEGY FOR GROWTH

The Company intends to use the proceeds from the offering to support its expansion strategy, including the improvement of existing services, the introduction of new services, an increase in marketing activities and potential acquisitions and joint ventures.

The Company aims to increase and retain traffic by expanding the reach of the network, as demonstrated by the multi-brand strategy pursued by the Company. The Company covers navigation and content, community and Internet access through the Lycos, Fireball, Tripod and Comundo brands.

The Company also aims to increase the frequency and duration of user visits through the development of existing and the addition of new brands (HotBot and Sonique for navigation and content, and Angelfire for community). New services, cross-promotion within the network, and the use of new platforms such as WAP (Wireless Application Protocol), are further elements of

the growth strategy. The Company also aims to increase the frequency and duration of user visits by continually improving content and functionality.

OWNERSHIP STRUCTURE

Prior to the offering, Lycos, Inc. held 50.0% of the share capital of the Company, Bertelsmann AG and Gruner + Jahr AG & Co. held 31.1% of the share capital, and the remaining 18.9% was held by Christoph Mohn, Chief Executive Officer of Lycos Europe N.V., partly through indirect ownership.

After the offering and before the exercise of the over-allotment option, Lycos, Inc. own 43.9% of the Company, Bertelsmann AG and Gruner + Jahr AG & Co. own 27.3% of the Company, Christoph Mohn own 16.5% of the Company (partly through indirect ownership), and the remaining 12.3% is free float.

After the offering and after the exercise of the over-allotment option, Lycos, Inc. will own 43.1% of the Company, Bertelsmann AG and Gruner + Jahr AG & Co. will own 26.8% of the Company, Christoph Mohn will own 16.2% of the Company (partly through indirect ownership), and the remaining 13.9% will be free float.

Lycos Europe N.V. appointed Deutsche Bank and Goldman Sachs to act as Joint Global Co-Ordinators and bookrunners for the offering. In addition, the underwriting syndicate comprised Commerzbank, JP Morgan and Chase H&Q.

Source : http://www.lycos.de/service/cce/investor_relations/fnachrichten/newsitem_16.html

Bibliographie

Anlagegezets Versicherungsunternehmen An/V, 2001

Bank for International Settlements (1993), "63rd Annual Report", BRI Basle.

Bank for International Settlements (1995), "65th Annual Report", BRI Basle.

Bank for International Settlements (1998), "68th Annual Report", BRI Basle.

Benos A et Crouhy M (1996), "Changes in the structure and dynamics of European securities markets", Financial Analysts Journal, May/June, 37-50.

Berger A et Udell G (1992), "Securitisation, risk and the liquidity problem in banking", Working Paper S-92-2, Salomon Center, New York University

Berger A, Kashyap A K et Scalise J M (1995), "The transformation of the US banking industry, what a long strange trip it's been", Brookings Papers, 2:1995, 55-218

Berglöf E (1996), "Corporate governance", in ed. B Steil "The European Equity Markets", Royal Institute of International Affairs, London

Blake D (1992), "Issues in pension funding", Routledge, London.

Blake D (1996), "Portfolio choice models of pension funds and life insurance companies; similarities and differences", Discussion Paper No. PI-9610, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.

Blake D (1997), "Pension funds and capital markets", Discussion Paper No PI-9706, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.

Blake D (1999), "Portfolio choice models of pension funds and life assurance companies, similarities and differences", Geneva Papers on Risk and Insurance, 24, 327-57.

Blake D et Hudson R (2000), "Improving security and flexibility in retirement; full technical report", Retirement Income Working Party, London

Bodie Z (1990b), "Pensions as retirement income insurance", Journal of Economic Literature, Vol 28, 28-49.

Bodie Z (1991), "Shortfall risk and pension fund asset management", Financial Analysts Journal, May/June 1991.

Bodie Z et Davis E P (eds) (2000), "The Foundations of Pension Finance", Edward Elgar

Bodie Z, Kane A and Marcus A J (1996), "Investments", Irwin.

Broby D (1997), "The changing face of European fund management", FT Financial Publishing

Cardinale M, Findlater A et Orszag M (2002), "Paying out pensions; a review of international annuities markets", Research Report 2002-RU07, Watson Wyatt, Reigate.

Cutler D, Poterba J et Summers L (1990), "Speculative Dynamics and the role of feedback traders", *American Economic Review*, 80, Papers and Proceedings.

Davis E P (1994), "Market liquidity risk", in eds. Fair D. and Raymond R., "The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe", Kluwer Academic Publishers

Davis E P (1995a), "Pension funds, retirement-income security and capital markets - an international perspective", Oxford University Press.

Davis E P (1995b), "Debt, financial fragility and systemic risk, revised and extended version", Oxford University Press.

Davis E P (1995), "Pension funds, retirement-income security and capital markets - an international perspective", Oxford University Press.

Davis E P (1996), "Pension Fund Investments", in B. Steil et al "The European Equity Markets, the State of the Union and an Agenda for the Millennium", The Royal Institute of International Affairs, London

Davis E P (1996b), "The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behaviour", LSE Financial Markets Group Special Paper No 89.

Davis E P (1998b), "Investment of mandatory funded pension schemes", Discussion Paper No. PI-9908, the Pensions Institute, Birkbeck College, London

Davis E P (2000), "Regulation of private pensions, a case study of the UK", Working Paper No PI-2009, The Pensions Institute, Birkbeck College, London, and forthcoming in *Revue d'Economie Financière*

Davis E P (2002a), "Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long term institutional investors' portfolios", *Journal of Pensions Economics and Finance*, 1, 157-191

Davis E P (2002b), "Issues in the regulation of annuities markets", CERP Working paper No 26/02, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, Turin

Davis E P et Steil B (2000), "Institutional investors", MIT Press

Dermine J et Röller L H (1992), "Economies of scale and scope in French mutual funds", *Journal of Financial Intermediation*, 2, 83-93.

DeLong, J.B., Shleifer A., Summers L., et Waldman R. (1990), "Positive feedback investment strategies and destabilising rational speculation", *Journal of Finance*, 45, 379-95.

Friedman, Milton (1953), "The case for flexible exchange rates, in Milton Friedman, ed.: *Essays in Positive Economics*", University of Chicago Press, Chicago, IL.

Froot K.A., Scharfstein D.S., et Stein J.C. (1992), "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation", *The Journal of Finance*, 47, 1461-84.

Grossman S et Stiglitz J E (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, 70, 393-408.

Keynes J M (1936), "General theory of employment, interest and money", MacMillan, London.

Lakonishok J, Schleifer A et Vishny R W (1991), "Do institutional investors destabilize share prices? Evidence on herding and feedback trading" Working Paper No. 3846, National bureau of Economic Research.

Plihon D et Ponsard J-P ed (2002) « La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises ? », Les études de La documentation française.

Rybczynski T (1995), "The development of European capital markets: the main trends and their implications", in ed J Revell "The changing face of European banks and securities markets", MacMillan, London.

Sauviat C (2001) « Syndicats et marchés financiers : bilan et limites des stratégies nord-américaines. Quelle valeur d'exemple pour les syndicats en Europe ? », Revue de l'IRES, 2001/2, pp 1-33.

Scharfstein D S et Stein J C (1990), "Herd behaviour and investment", American Economic Review, 80, 465-79.

Schwarz R A et Steil B (1996), "Equity trading III; institutional investor trading practices and preferences", in ed. B Steil "The European Equity Markets", Royal Institute of International Affairs, London

Shiller, Robert (1988) "Portfolio insurance and other investor fashions as factors in the 1987 stock market crash", NBER Macroeconomics Annual

Shiller R J (1990), "Market volatility", MIT Press, Cambridge, Mass.

Sørensen Ole Beier , «Le système de retraite du Danemark », Revue de L'APPEN, n:18, Janvier 2003