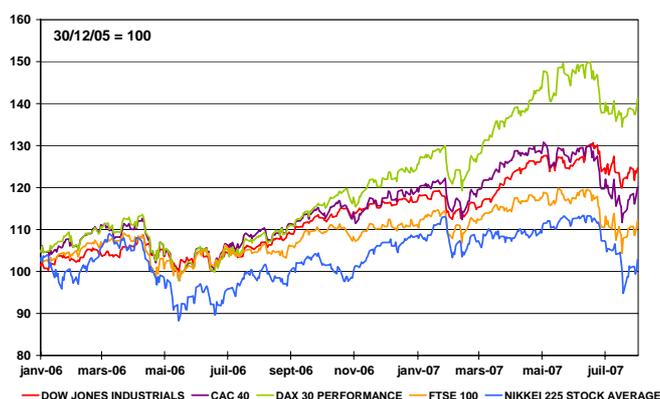


Performances des marchés

	31/08/2007	Plus haut Historique	Date	Variation trim.	Var. 31/12/06
DJIA	13 357,7	14 000,4	19/07/07	-0,4%	7,2%
S&P 500	1 474,0	1 553,1	19/07/07	-2,0%	3,9%
NASDAQ	2 596,4	5 048,6	10/03/00	-0,3%	7,5%
<hr/>					
CAC 40	5 662,7	6 922,3	04/09/00	-6,5%	2,2%
DAX 30	7 638,2	8 105,7	16/07/07	-4,6%	15,8%
FTSE 100	6 303,3	6 930,2	30/12/99	-4,6%	1,3%
MIB 30	40 401,0	51 093,0	06/03/00	-4,3%	-2,8%
DJ Euro STOXX 50	4 294,6	5 464,4	06/03/00	-4,3%	4,2%
<hr/>					
NIKKEI 225	16 569,1	20 833,2	12/04/00	-8,7%	-3,8%

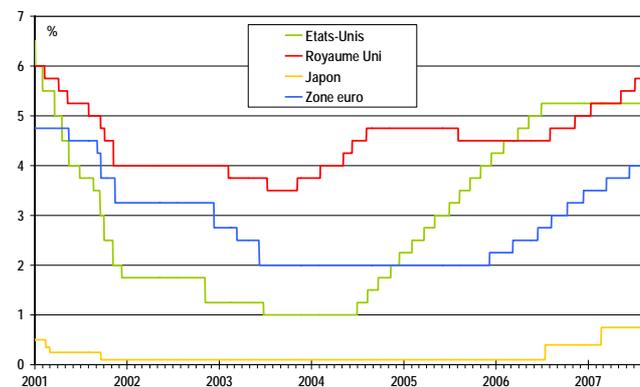
Evolution des principaux indices boursiers depuis début 2006



Dernière observation : 31/08/2007

	31/08/07	29/12/06	30/12/05	31/12/04
<b>Taux Directeurs (%)</b>				
États-Unis	5,25	5,25	4,25	2,25
Zone euro	4,00	3,50	2,25	2,00
<b>Taux monétaires (%)</b>				
Fed Funds	4,96	5,17	4,09	1,97
EONIA	4,29	3,69	2,42	2,21
Euribor 3 mois	4,74	3,73	2,49	2,16
<b>Taux long terme (%)</b>				
US T-Bond 10 ans	4,54	4,71	4,40	4,22
CNO-TEC 10	4,33	3,98	3,31	3,67
<b>Taux de change</b>				
USD/EUR	1,36	1,32	1,18	1,36
EUR/GBP	1,48	1,48	1,46	1,41
YPN/USD	115,92	119,16	118,03	102,47

Politiques monétaires : principaux taux directeurs (%)



Dernière observation : 31/08/2007

Sommaire

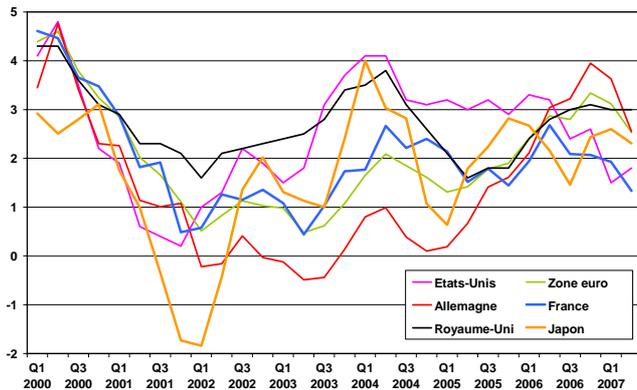
- **Conjoncture et marchés financiers** ..... p. 2
- **Risques – Peut-on parler d'une bulle sur le marché des acquisitions ?**..... p. 8
- **Etude – Les supports de placement des ménages dans les grands pays développés : tendances et perspectives à moyen terme**..... p. 9

Achévé de rédiger le 14 septembre 2007

La Lettre Economique et Financière reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF.

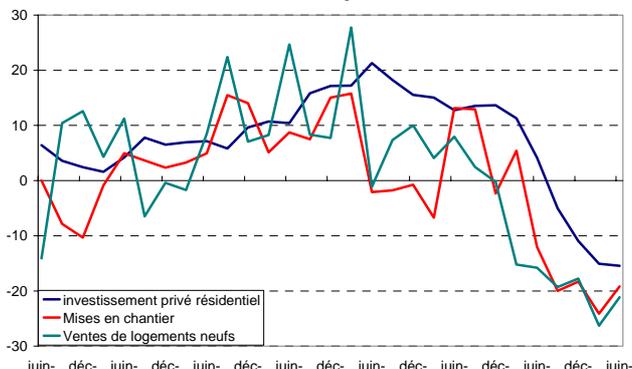
## Indicateurs macro-économiques

Croissance mondiale  
(Variation du PIB en volume en glissement annuel, %)



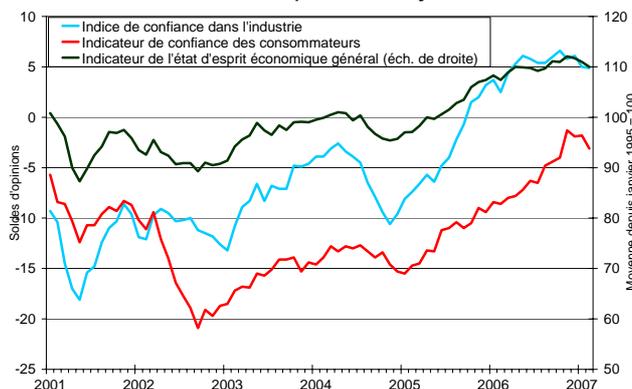
Source : Datastream

Etats-Unis : investissement résidentiel, ventes de logements neufs et mises en chantier (en glissement annuel, %)



Source : Datastream

Zone euro : Enquêtes de conjoncture



Source : Datastream

France - Principaux indicateurs conjoncturels

	05	06	06T4	07T1	07T2
Produit intérieur brut	1,7	2,0	0,4	0,5	0,3
Conso. des ménages	2,2	2,1	0,2	0,5	0,6
Investissement	4,0	3,7	1,3	1,2	0,1
- dont entreprises	2,7	4,1	1,8	1,4	0,0
Balance commerciale	-0,6	-0,4	0,9	1,3	1,1
En %	05*	06*	Mai-07	Juin-07	Juil-07
Prix à la consom. (sur un an)	1,8	1,7	1,1	1,2	1,1
Taux de chômage	9,8	9,0	8,1	8,0	8,0

Source : Insee- Comptes Nationaux, Base 2000. \* Données de fin d'année.

### Les perspectives de croissance s'assombrissent aux Etats-Unis

Le contexte macroéconomique apparaît nettement moins porteur aux Etats-Unis au deuxième trimestre 2007. Certes, l'activité a rebondi, le taux de croissance du PIB en glissement annuel s'établissant à 1,9 % (après 1,5 % au premier trimestre), principalement du fait de la réduction du déficit de la balance commerciale et de l'accélération de l'investissement des entreprises. Néanmoins, l'investissement privé résidentiel a continué de chuter de façon spectaculaire, s'établissant à - 15 % en glissement annuel au deuxième trimestre. En outre la consommation des ménages s'est ralentie, atteignant en juin seulement + 0,4 % en variation trimestrielle, son plus bas niveau depuis décembre 2005. L'indice de confiance des consommateurs du *Conference Board* a d'ailleurs nettement diminué au mois d'août, reflétant à la fois les craintes liées aux perspectives moins favorables sur le marché de l'emploi, ainsi qu'aux récentes turbulences financières.

La persistance de la crise du marché immobilier américain constitue la principale source d'inquiétude pour l'économie américaine. Au deuxième trimestre en effet, le prix des logements neufs a diminué de 3,2 % sur un an d'après l'enquête S&P Case Schiller, soit la plus forte baisse observée depuis 1987. Les ventes de logements neufs ont poursuivi leur chute (- 10 % sur un an en juillet), de même que les mises en chantier (- 21 %). Le ralentissement de la consommation des ménages, pour l'instant ponctuel, pourrait dès lors revêtir un caractère durable du fait d'une moindre extraction hypothécaire, liée à la baisse de la valeur des logements, et de conditions de financements bancaires plus restrictives.

### Des incertitudes planent sur l'activité en Europe et au Japon

Dans la zone euro, la croissance s'est à nouveau ralentie en juin 2007, la progression du PIB atteignant 2,5 % en glissement annuel, après 3,1 % au premier trimestre. Cette décélération résulte pour une large part de la modération de la consommation des ménages, en particulier en Allemagne, où l'impact négatif de la TVA a été finalement plus important que prévu : les dépenses de consommation des ménages allemands ont ainsi stagné en glissement annuel au second trimestre, après avoir diminué de 0,5 % au premier. En France, le ralentissement de l'activité résulte principalement de l'aggravation du déficit commercial et du moindre investissement des entreprises. Par ailleurs, même s'il demeure à un niveau élevé, l'indice de confiance des consommateurs et des industriels de la zone euro a fléchi en août, traduisant vraisemblablement les craintes relatives aux conséquences potentielles sur l'économie européenne de la crise du *subprime* américain. Néanmoins, le marché du travail demeure très dynamique, le taux de chômage de la zone euro étant en effet tombé à 6,9 % en juillet, son plus bas niveau depuis l'entrée en phase III de l'UEM en 1999. Par ailleurs, malgré le niveau élevé de l'euro et le ralentissement de la consommation aux Etats-Unis, l'excédent de la balance commerciale a nettement augmenté en juin (7,8 milliards d'euros après 1,6 milliard le mois précédent).

Enfin, au Japon, la croissance s'est quelque peu essouffée au deuxième trimestre 2007 (0,1 % seulement en variation trimestrielle), du fait du ralentissement de la demande intérieure, contrastant avec le dynamisme économique du reste de la région, et en particulier de la Chine, qui pourrait devenir, d'après le FMI, le principal contributeur à la croissance mondiale en 2007, devant les Etats-Unis.

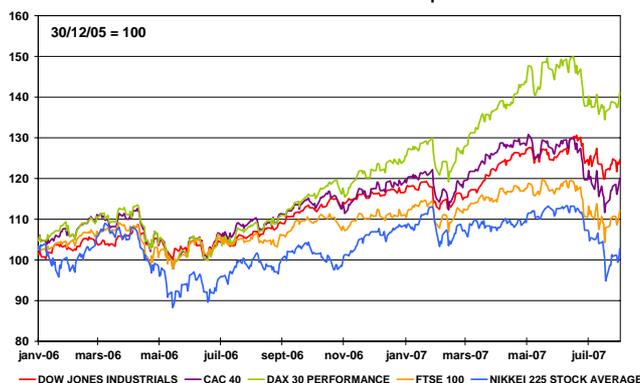
Marchés actions

Evolution des indices MSCI en dollars

	2006	T1 07	T2 07	Juil-Août 07
MONDE	18,8 %	2,0%	6,5%	-0,5%
PAYS DEVELOPPES (G7)	15,7 %	1,5%	5,8%	0,0%
ETATS-UNIS	13,2 %	0,7%	6,3%	1,2%
ZONE EURO	33,0 %	3,3%	6,9%	-1,4%
JAPON	5,1 %	4,3%	7,8%	-1,1%
MARCHES EMERGENTS	29,2 %	4,0%	1,9%	-2,8%
ASIE	29,8 %	3,0%	-0,7%	-3,0%
AMERIQUE LATINE	39,3 %	0,6%	5,7%	1,3%
EUROPE DE L'EST	43,6 %	1,8%	14,1%	-2,3%

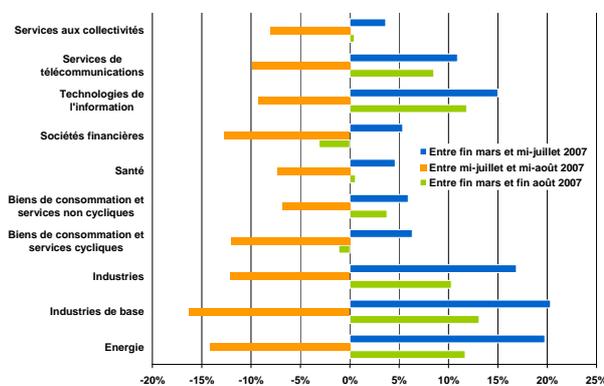
Source : Thomson Financial

Evolution des indices boursiers depuis fin 2005



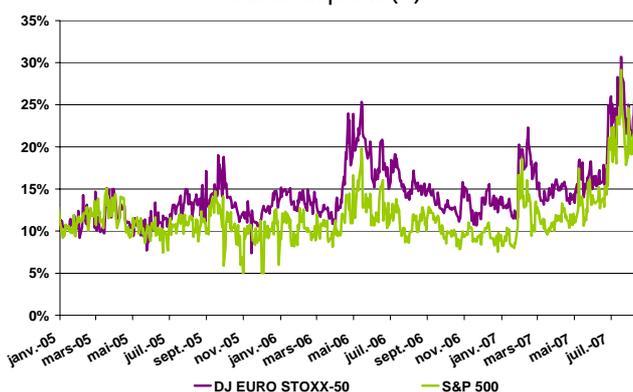
Source : Thomson Financial  
Dernière observation : 31/08/2007

Evolution des indices MSCI selon les secteurs



Source : Thomson Financial

Volatilité implicite (%)



Source : Thomson Financial  
Dernière observation : 10/09/2007

Une période estivale marquée par de fortes turbulences boursières

Après une première alerte en février 2007, les marchés d'actions des principales places financières ont connu de nouvelles perturbations de grande ampleur durant l'été.

En dépit des craintes rémanentes sur la situation du marché immobilier américain depuis le début de l'année, les marchés d'actions avaient affiché des performances substantielles tout au long du deuxième trimestre, soutenus par la bonne orientation des profits des sociétés, la robustesse de l'économie mondiale et le dynamisme du marché des fusions acquisitions. Les marchés allemand et américain étaient ainsi apparus particulièrement bien orientés : avec des hausses de respectivement 13 % et 17,5 %, les indices Dow Jones et Dax 30 avaient d'ailleurs à nouveau atteint à la mi-juillet des niveaux historiquement élevés.

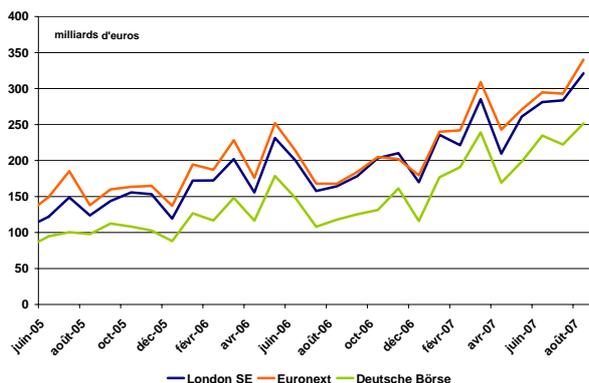
Cette dynamique favorable s'est interrompue à cette date avec l'éclatement de la crise des crédits hypothécaires *subprime*. Circonscrite dans un premier temps aux marchés obligataires, cette dernière s'est rapidement propagée aux marchés d'actions et interbancaires, revêtant dès lors une ampleur systémique. Entre la mi-juillet et la mi-août, l'indice Dow Jones a ainsi concédé près de 8 %, et l'indice Dax, 10 %. Pour sa part, le CAC40 est revenu au mois d'août sous le seuil des 5 300 points, retrouvant ainsi son niveau de fin 2006, alors qu'il avoisinait encore celui des 6 200 points un mois auparavant (soit une baisse de 14 %).

Très logiquement et du fait de l'incertitude pesant sur l'ampleur exacte de leur exposition au risque hypothécaire, les baisses ont plus particulièrement touché les valeurs financières : l'indice sectoriel MSCI des sociétés financières s'est ainsi replié de près de 13 %. La correction a également fortement affecté, toujours d'un point de vue sectoriel, les valeurs énergétiques et des industries de base, qui avaient, auparavant, été particulièrement soutenues par les fusions acquisitions.

Durant la seconde quinzaine d'août, les marchés d'actions sont toutefois entrés dans une phase de rattrapage, de sorte qu'à l'exception notable du MIB30 et de l'indice Nikkeï, les principaux indices boursiers s'inscrivaient dès la fin du mois à nouveau en progression par rapport à leur niveau de début d'année. A cette date, les hausses s'établissaient ainsi à plus de 7 % pour les indices américains Dow Jones et Nasdaq Composite, voire à plus de 15 % pour le DAX. Le rétablissement de la confiance s'explique notamment par l'injection immédiate et massive de liquidités par les banques centrales, la baisse de 50 points de base du taux d'escompte de la Réserve fédérale américaine, ainsi que par la publication de données macroéconomiques rassurantes, suggérant notamment que la crise immobilière américaine devrait avoir une incidence limitée sur l'économie réelle.

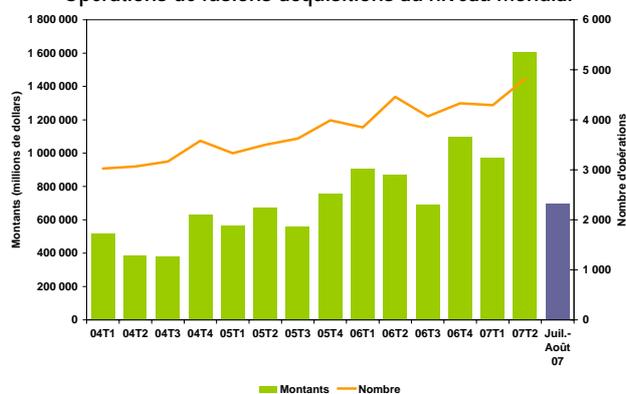
En dépit de ce rebond, des signes de tensions restaient perceptibles sur les marchés financiers début septembre, comme l'illustre le maintien à des niveaux relativement élevés des volatilités implicites -ou, en d'autres termes, des fluctuations futures anticipées- des indices boursiers.

Volumes de transactions sur le marché central (milliards d'euros)



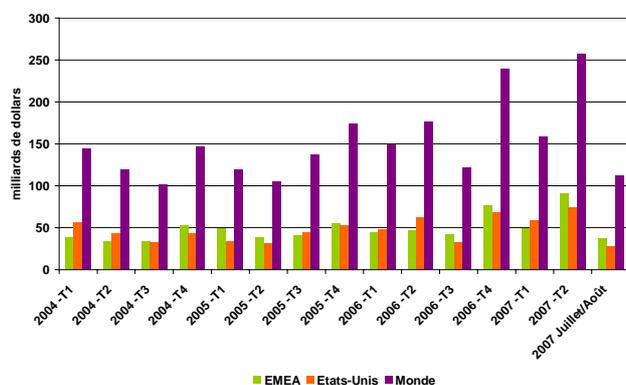
Sources nationales

Opérations de fusions-acquisitions au niveau mondial



Source : Bloomberg

Emissions de titres de capital (milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Marché primaire et cote des principales bourses européennes\*

Cote	Déc-2005	Déc-2006	mars-07	juin-07	juin-07
London SE	3 091	3 240	3 218	3 246	3 281
DeutscheBörse	764	760	755	761	753
Euronext	1 259	1 210	1 199	1 197	1 191
- Euronext-Paris	749	730	731	731	727
Introductions	2005	2006	1er trim. 2007	2eme trim. 2007	Juil.-août-07
London SE	421	363	54	82	61
DeutscheBörse	15	35	5	10	5
Euronext	54	107	20	33	18
- Euronext-Paris	42	82	16	23	12

\*LSE AIM inclus, DBAG hors Freiverkehr, Euronext hors marché libre, Alternext inclus (depuis mai 2005). Données hors transferts et ré-admissions.  
Sources : Euronext, LSE, DBAG

L'activité sur les marchés secondaires demeure très dynamique

Les mouvements très contrastés que connaissent les valeurs boursières depuis ces derniers mois s'inscrivent dans un contexte d'intense activité sur les marchés secondaires, européens notamment. Après la forte expansion enregistrée en début d'année, les volumes échangés sont demeurés très étoffés tout au long du deuxième trimestre puis durant l'été. Sur les huit premiers mois de l'année, ils progressent ainsi de plus de 40 % sur un an à Londres et à Paris, voire, de près de 60 % à Francfort.

Vers un nouveau record sur le marché des fusions-acquisitions

L'activité est également demeurée très dynamique sur le marché des fusions et acquisitions au deuxième trimestre, avant se s'infléchir sensiblement au cours de l'été. En particulier, les opérations transfrontières ont connu un net rebond, avec notamment l'annonce de deux offres concurrentes pour le rachat de la banque ABN AMRO, valorisée à environ 100 milliards d'euros. A l'échelle mondiale, les volumes ont une nouvelle fois atteint des montants historiquement élevés. Sur les huit premiers mois de l'année, ils ont ainsi avoisiné 3 300 milliards de dollars, en hausse de 50 % sur un an, soit des niveaux proches de ceux de l'ensemble de l'année 2006, déjà année record.

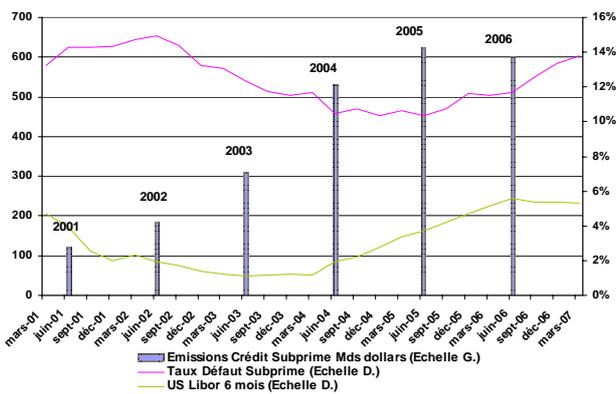
Les marchés primaires européens résistent dans un contexte boursier pourtant peu favorable

Après un début d'année morose, l'activité sur le marché des introductions en Europe s'est raffermie depuis le début du deuxième trimestre 2007. A Paris, ces opérations ont avant tout concerné des petites capitalisations. Ceci explique que si le nombre d'opérations est resté stable sur les huit premiers mois de l'année par rapport à la même période de l'année précédente, le montant des capitaux levés s'inscrit en revanche en baisse de près de 40 % à 2 milliards d'euros. A l'inverse, à Londres, les volumes des introductions ont progressé de plus de 20 % sur un an depuis le début de l'année, alors que le nombre d'introductions s'est pour sa part infléchi.

En revanche, depuis cet été, des signes d'essoufflement sont perceptibles en ce qui concerne les émissions de titres de capital par les sociétés déjà cotées. Au niveau mondial, celles-ci avaient fortement progressé au deuxième trimestre, de sorte que sur la première moitié de l'année, les volumes s'inscrivaient en hausse de 20 % par rapport à la même période de l'année précédente. Mais les données disponibles sur les mois de juillet et août suggèrent qu'un infléchissement est vraisemblablement à l'œuvre dans un contexte boursier il est vrai peu propice aux émissions. Des disparités existent néanmoins selon les zones géographiques. Alors qu'aux Etats-Unis, des signes de ralentissement sont clairement perceptibles depuis le début de l'année, les marchés européens semblent pour leur part mieux orientés. A Paris, en particulier, l'activité est restée dynamique. Sur les huit premiers mois de l'année, les émissions d'actions sur Eurolist et Alternext ont ainsi atteint 24 milliards d'euros, soit une hausse de plus de 25 % sur un an.

Marchés du crédit

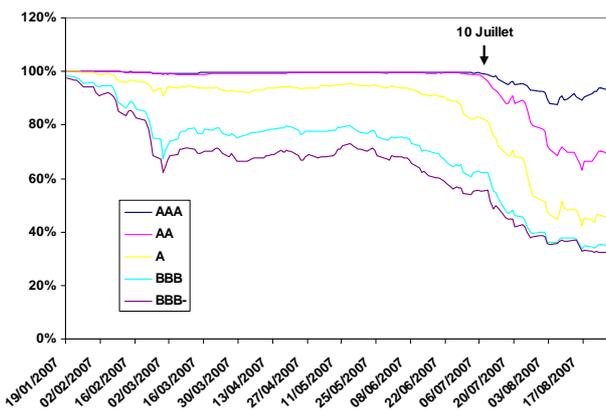
Evolution du marché du crédit hypothécaire « subprime »\*



Sources : Datastream, Inside Mortgage Finance

\* On rappelle que les crédits hypothécaires « subprime » sont des crédits hypothécaires accordés à des ménages présentant de faibles garanties financières. Une grande partie de ces prêts sont sous la forme ARM (Adjustable-Rate Mortgage), avec un taux fixe la ou les première(s) année(s) de contrat puis le passage à un taux variable, typiquement le taux Libor augmenté d'une prime de risque.

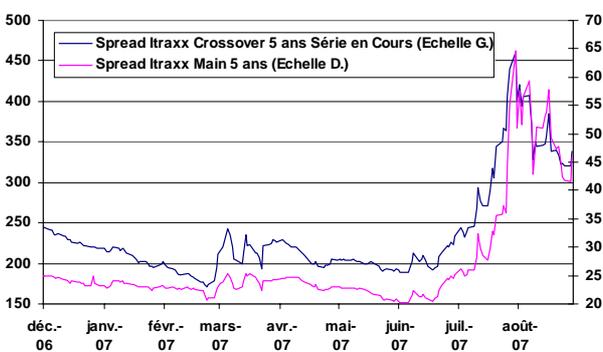
Indice «subprime RMBS» ABX HE 07-01\*



Source : Markit

\* L'indice ABX HE est un indice de CDS sur les titrisations subprime RMBS. Il est composé de 20 des 25 plus importantes titrisations subprime RMBS mises en place dans les 6 mois précédant son lancement.

Indices CDS européens



Source : Datastream

Un marché du crédit très perturbé par la crise du « subprime »

Les marchés du crédit sont très agités depuis le début du mois de juin 2007, en réaction à l'aggravation de la crise des crédits hypothécaires « subprime » aux Etats-Unis (baisse des prix de l'immobilier, augmentation des taux de défaut, faillites de prêteurs). Les produits financiers issus de la titrisation des crédits « subprime », du type RMBS (*Residential mortgage-backed securities*) et CDO (*Collateralized debt obligations*) d'ABS (*Asset-backed securities*), ont été logiquement les instruments les plus affectés par la mauvaise orientation des indicateurs de provenance du marché immobilier américain. La réévaluation à la hausse des taux de défaut prévus sur les actifs sous-jacents, combinée, le cas échéant, à des changements de méthodologie, a conduit les principales agences de notation à dégrader au début de l'été la notation de nombreuses tranches de « subprime » RMBS, quelle que soit d'ailleurs leur position initiale sur l'échelle de notation<sup>1</sup>. Alors qu'elles n'avaient pas été atteintes par les mouvements de prix de février 2007, les tranches de meilleure notation (AAA et AA) ont vu pour la première fois leur prix baisser, dans le sillage des dégradations et mises sous surveillance survenues les 10 et 11 juillet, entraînant ainsi un vent de panique et une très forte incertitude sur l'ensemble des marchés financiers.

Une violente réévaluation des primes de risque

Initialement limitées aux seuls marchés du crédit, les craintes des investisseurs se sont répercutées lourdement sur les marchés monétaires et actions, sous l'influence de certains facteurs de contagion. Les incertitudes portant sur les expositions des différents acteurs au risque « subprime » ainsi que sur la pérennité de certains « hedge funds » ont eu pour conséquence une forte hausse de l'aversion au risque et un grippage des mécanismes de refinancement, y compris sur le marché interbancaire. Par ailleurs, les mouvements baissiers sur les marchés du crédit et les marchés d'actions ont été amplifiés par les ventes forcées<sup>2</sup> opérées par certains « hedge funds » en vue de répondre aux appels de marge de leurs « prime brokers », et ce indépendamment de la qualité des fondamentaux. La liquidité de nombreux produits risqués et difficilement valorisables s'en est trouvée réduite, faute de preneurs de risque susceptibles de se porter contrepartie des flux vendeurs.

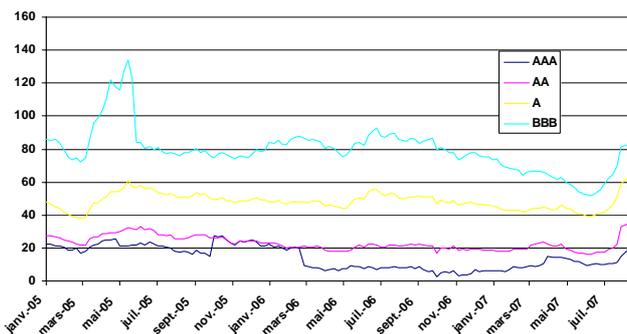
Les primes de risque sur le marché obligataire et, davantage encore, sur le marché des dérivés de crédit, plus réactif, ont été brutalement réévaluées. L'indice de CDS<sup>3</sup> Itraxx Crossover est ainsi passé de 189 points de base début juin à 460 pbs fin juillet, avant de revenir autour de 350 pbs mi-août. Pour leur part, les indices obligataires

<sup>1</sup> Standard and Poor's annonce, par exemple, le 10 juillet, un changement de méthodologie de notation des tranches de « subprime » RMBS puis dégrade, le 12 juillet, la notation de 562 tranches de « subprime » RMBS adossés à des crédits *first-lien* et, le 19 juillet, 419 tranches de RMBS adossés à des crédits *second-lien*. Moody's et Fitch ont effectué un nombre comparable de dégradations entre la mi-juin et la mi-août. Les mises sous surveillance et dégradations de notes concernent aussi les CDO d'ABS avec exposition « subprime ».

<sup>2</sup> Voir Fitch Ratings (2007) : « Hedge Funds : the Credit Markets' New Paradigm », juin.

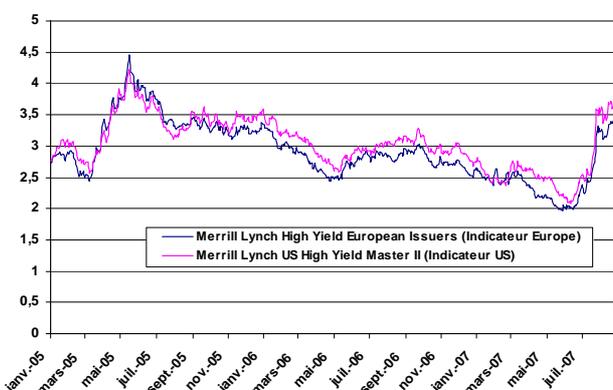
<sup>3</sup> Les indices de CDS permettent d'évaluer le coût moyen de la protection sur des obligations « corporate ». Les principaux indices de CDS sont l'Itraxx pour l'Europe et le CDX pour les Etats-Unis. L'Itraxx Crossover et le CDX HY sont des sous-indices *High yield*.

**Indice Iboxx des spreads de crédits en Europe**



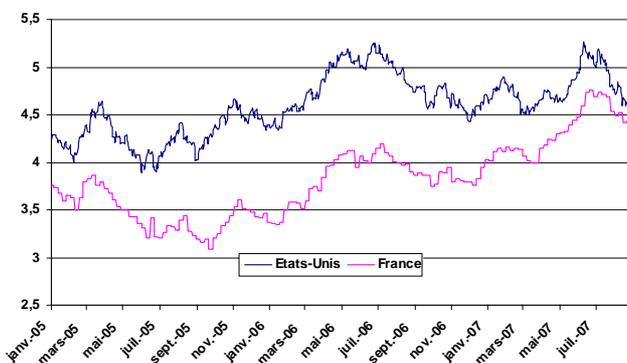
Source : Datastream

**Indice obligataire High Yield sur Taux de Swap 10 ans**



Source : Datastream

**Taux d'intérêt à 10 ans (%)**



Source : Datastream

**Zone euro : émissions de titres de dette à long terme par les résidents**

Milliards d'euros	Emissions brutes		Emissions nettes	
	Total	dont Sociétés non financières	Total	dont Sociétés non financières
2002	1642,6	80,2	392,1	30,0
2003	1900,5	115,4	547,7	51,0
2004	1948,7	97,1	623,4	12,0
2005	2078,3	89,2	713,8	21,9
2006	2158,9	94,7	755,5	33,1
Juin 2007 (sur un an)	2246,8	98,6	863,8	37,3
Var. juin 07 / juin 06	10,5%	4,5%	41,1%	14,7%

Source : BCE

indiquent une forte remontée des *spreads* de crédit sur tous les types de notation, la réévaluation la plus importante ayant naturellement eu lieu sur le compartiment *High yield*, avec une augmentation de la prime de risque d'environ 150 points de base. Cette hausse subite des *spreads* de crédit sur tous les segments intervient alors que les primes de risque se resserraient depuis mai 2005, particulièrement sur les obligations les moins bien notées.

**Tensions sur le marché interbancaire et apport de liquidités par les banques centrales**

La très forte volatilité du marché du crédit et la remontée des primes de risque ont entraîné le report de nombreuses opérations de refinancement et de syndication de dettes bancaires associées aux acquisitions par LBO (*Leveraged buyout*)<sup>4</sup>. Certaines banques n'ont donc pas pu transférer aux investisseurs institutionnels le risque de crédit accumulé lors des LBO des mois précédents, *via* le recours aux dérivés de crédit ou à la titrisation des prêts par des fonds de CLO (*Collateralized loan obligations*). Certains établissements ont par ailleurs été exposés à la nécessité d'honorer la garantie accordée à certains "conduits" (véhicules de titrisation du type *Asset-backed commercial paper*) et *Structured investment vehicles*, qui se sont trouvés dans l'impossibilité d'obtenir sur le marché monétaire les fonds nécessaires au refinancement de leur passif, dans un contexte de forte incertitude sur la qualité des actifs sous-jacents et de raréfaction des investisseurs potentiels.

Il en a résulté un renforcement important des besoins de financement à court terme des banques et des tensions sur le marché monétaire, exacerbées par un climat de méfiance sur la qualité des contreparties bancaires<sup>5</sup>. Les banques centrales ont répondu par des injections très massives de liquidités et, dans le cas de la *Federal Reserve*, par la baisse de 50 points de base du taux d'escompte. La BCE a réalisé à plusieurs reprises au mois d'août des apports de liquidités (par exemple 95 milliards d'euros le 10 août) et a maintenu inchangés ses taux directeurs (y compris lors de la dernière réunion du 6 septembre), en dépit des perspectives de croissance plutôt favorables dans la zone euro et des risques "à la hausse" en matière d'inflation.

**Une fuite vers la qualité qui se répercute sur le rendement des emprunts d'Etat**

Le brusque regain d'aversion au risque a amené les investisseurs à délaisser en partie les actifs risqués pour se reporter sur les obligations d'Etat, dans un mouvement de *Flight to quality*. Ainsi, à la mi-août 2007, les taux longs américains et européens avaient perdu respectivement environ 45 et 20 points de base par rapport à leur niveau du début de l'été, mettant ainsi un terme à une tendance haussière entamée au printemps. Par ailleurs, la réduction de l'écart entre les taux longs américains et européens s'est poursuivie, consécutivement aux orientations sensiblement différentes des politiques monétaires dans les deux zones. A la fin août, le niveau des taux à 10 ans de part et d'autre de l'Atlantique convergeait ainsi au voisinage de 4,5%.

<sup>4</sup> L'indice LCDX du marché des *loan-CDS* (CDS sur les *leveraged loans* qu'accordent les banques lors des opérations de LBO) indique que le coût de la protection sur les *leveraged loans* a augmenté de 150 points de base environ entre la mi-juin et la mi-juillet. Une forte réévaluation a également eu lieu sur les indices de CDS sur obligations *High yield*.

<sup>5</sup> Les taux interbancaires au jour le jour ont dépassé les taux directeurs jusqu'à plusieurs dizaines de points de base.

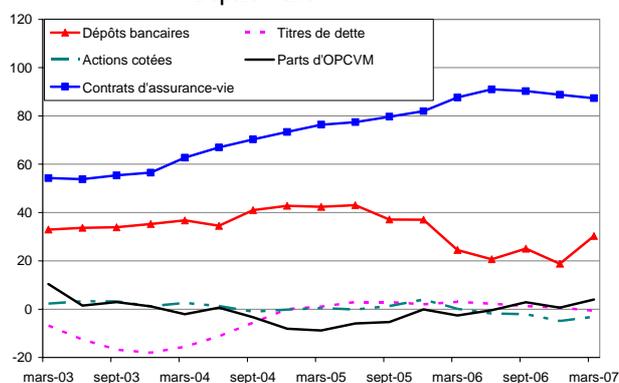
## Épargne et gestion collective en France

Flux de placements financiers des ménages (cumulés sur quatre trimestres glissants, en milliards d'euros) :

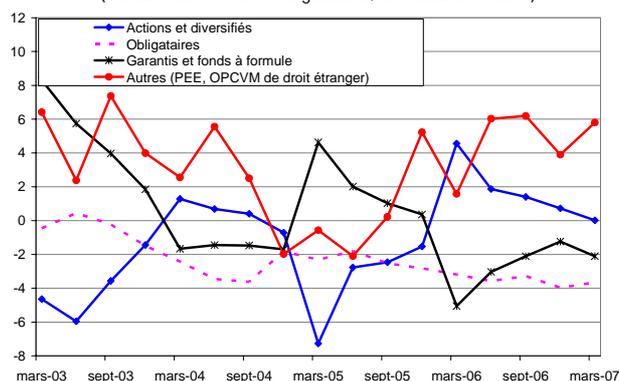
• Depuis 1 an

	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2007T1
Dépôts	24,5	20,7	25,1	18,8	30,3
Titres de dette	3,0	2,3	1,3	0,7	-0,7
Actions cotées	0,2	-1,8	-2,1	-4,9	-3,1
OPCVM :	-2,6	-0,4	2,9	0,7	4,0
monétaires	-0,5	-1,7	0,7	1,2	4,0
obligataires	-3,2	-3,6	-3,3	-4,0	-3,7
Actions et diversifiées	4,6	1,9	1,4	0,7	0,0
garantis et fonds à formules	-5,1	-3,0	-2,1	-1,2	-2,1
autres	1,6	6,0	6,2	3,9	5,8
Assurance-vie :	87,7	91,0	90,3	88,8	87,4
supports en UC (estimation AMF)	21,5	25,3	26,6	27,0	27,2
<b>Total</b>	<b>112,7</b>	<b>111,8</b>	<b>117,5</b>	<b>104,1</b>	<b>117,9</b>

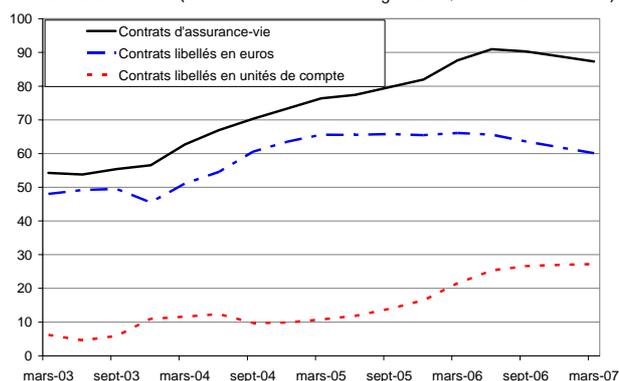
• Depuis 4 ans



Achats nets de parts d'OPCVM de long terme par les ménages (cumulés sur 4 trimestres glissants, en milliards d'euros)



Assurance-vie (cumulés sur 4 trimestres glissants, en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, FFSA, et estimation AMF

### Des flux de placements des ménages concentrés sur les dépôts bancaires et l'assurance vie au premier trimestre 2007

Du fait de la hausse sensible des taux courts de marché et de la rémunération des produits d'épargne réglementée, les flux de placements des ménages à destination des dépôts bancaires ont assez largement augmenté au premier trimestre 2007, atteignant 30,3 milliards d'euros en cumul sur quatre trimestres, soit un niveau bien supérieur à celui de 2006 (18,8 milliards d'euros de placements). Alors que les ménages ont accru leurs flux de placements à destination des comptes sur livrets, des dépôts à terme et des dépôts à vue (47 milliards d'euros au lieu de 38 milliards fin 2006), ils ont en revanche continué de clôturer leurs plans d'épargne logement (PEL), suite à la réforme de leur régime fiscal, avec pour résultat une décollecte massive sur ce produit de l'ordre de 16,5 milliards d'euros à fin mars 2007 en cumul sur quatre trimestres, après un retrait global de près de 20 milliards d'euros en 2006.

Les produits d'assurance-vie demeurent quant à eux largement plébiscités par les ménages, même si leur collecte nette a légèrement ralenti en début d'année. Sur une base annuelle, elle s'est ainsi élevée à 87,4 milliards d'euros en mars 2007, soit près des trois quarts du total des flux de placements des ménages. La forte progression des placements sur les supports libellés en unités de compte observée tant en 2006 qu'au premier trimestre 2007 s'explique par un contexte boursier globalement porteur, combiné aux nouvelles dispositions de l'amendement Fourgous permettant de transformer un contrat mono-support en euros en un contrat multi-supports investi tout ou partie en unités de compte, sans pour autant supporter les conséquences fiscales d'un dénouement. A fin mars 2007, en cumul sur quatre trimestres, leur collecte nette a ainsi atteint 26,5 milliards d'euros, soit quasiment le tiers des placements des ménages à destination de l'assurance vie. Pour autant, la forte progression des contrats libellés en unités de compte observée en 2006 pourrait s'atténuer en 2007, du fait des turbulences récemment observées sur les marchés boursiers. Les ménages pourraient alors être incités à se reporter sur les contrats en euros.

### Les achats de titres par les ménages demeurent globalement assez faibles

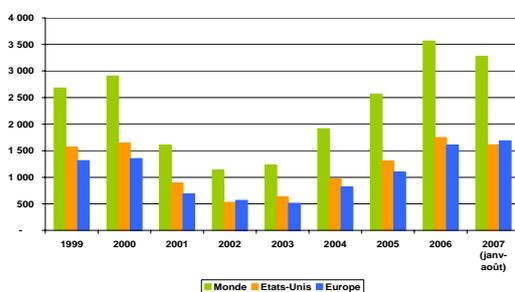
Les différents supports de gestion collective ont connu des évolutions contrastées en ce début d'année, avec un volume global de souscriptions assez modeste (4 milliards d'euros en mars 2007, en cumul sur quatre trimestres). Les ménages sont ainsi vendeurs de parts d'OPCVM garantis et de fonds à formule, mais également de parts d'OPCVM obligataires (-3,7 milliards d'euros), en lien avec le niveau peu attractif des taux d'intérêt à long terme. Ils ont globalement procédé à des achats nets de titres d'OPCVM diversifiés (2,7 milliards d'euros), mais ont été vendeurs nets de titres d'OPCVM actions (-2,7 milliards d'euros). Enfin, les flux nets de placements des ménages à destination des autres parts d'OPCVM (FCPR, FCP d'entreprise, OPCVM étrangers, etc.) se sont inscrits en hausse significative, atteignant près de 5,8 milliards en mars 2007.

S'agissant de la détention d'actions cotées, l'année 2007 a débuté par d'importantes cessions (-3,1 milliards d'euros en flux cumulés sur quatre trimestres), dans le sillage des ventes nettes observées au cours de l'année précédente (presque -5 milliards d'euros à fin décembre 2006). Cette désaffectation résulte vraisemblablement, au moins pour partie, de la correction boursière observée en février 2007.

## Risques - Peut-on parler d'une bulle sur le marché des acquisitions ?

Depuis 2004, le marché des fusions acquisitions connaît une phase de forte expansion, après les années de morosité consécutives au dégonflement de la bulle sur les valeurs technologiques. Ainsi, le montant des opérations de fusions et acquisitions réalisées en 2006 a-t-il dépassé le seuil des 2 900 milliards de dollars de l'année 2000, date du précédent record pour atteindre 3 500 milliards de dollars (**graphique 1**). La tendance se poursuit en 2007 avec près de 3 300 milliards de dollars atteints sur les huit premiers mois de l'année 2007, dont plus de la moitié réalisée sur le continent européen. A la lumière des enseignements de la dernière grande vague de fusions acquisitions de la seconde moitié des années 1990, il peut paraître utile de s'interroger sur les caractéristiques de cette expansion. Est-elle susceptible en particulier de fragiliser les acquéreurs en cas de retournement de cycle et quel type d'investisseurs serait potentiellement le plus touché ?

Graphique 1 : Montant des opérations de fusions et acquisitions en milliards de dollars

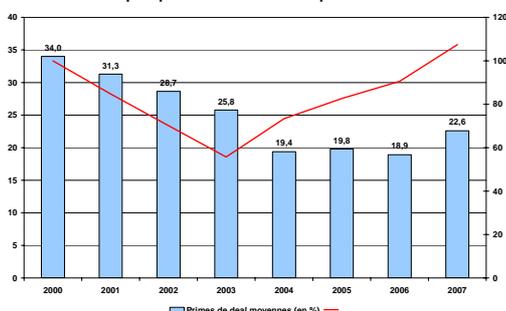


Source : Bloomberg

### Des primes d'acquisitions stables depuis 2004

Une première manière d'appréhender cette question revient à examiner l'évolution dans le temps des prix d'achat, et, plus précisément, les primes d'acquisition<sup>1</sup>. Alors qu'elles avaient sensiblement baissé entre 2000 et 2004, ces dernières sont demeurées relativement stables depuis, dans un contexte boursier porteur et de reprise de l'activité sur le marché des acquisitions (**graphique 2**). Seuls les secteurs de l'énergie et des industries de base ont connu une augmentation des primes en fin de période mais, dans tous les secteurs, le niveau moyen des primes se situe à un niveau largement en deçà de celui atteint en 2000.

Graphique 2 : Primes d'acquisition et indice MSCI World



Sources : Bloomberg, MSCI

Le fait que les acquéreurs aient maintenu un même niveau de primes malgré le renchérissement des cibles suggère que, si les prix d'acquisition ont augmenté, il n'y a pas eu pour autant d'emballlement du marché.

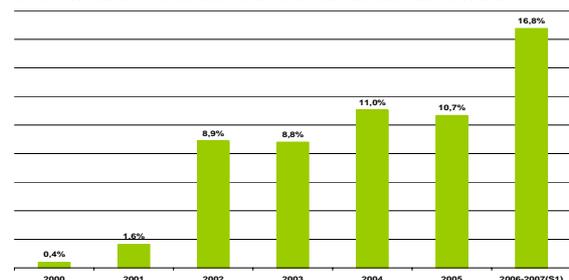
<sup>1</sup> Ces dernières sont ici définies comme le prix par action offert à la date d'annonce de l'opération rapporté à la moyenne des cours boursiers durant le mois précédant l'annonce. L'analyse portera sur les prises de contrôle de sociétés cotées intervenues depuis 2000 d'un montant minimal de 10 millions de dollars.

### Des opérations majoritairement en numéraire qui exigent un fort effet de levier

La particularité des opérations récentes, réside dans le fait qu'elles ont pour la très grande majorité d'entre elles une contrepartie exclusivement en espèces et sont financées par endettement. En 2007, le paiement en espèces concernait les trois quarts des opérations, contre 45 % en 2000. Le niveau d'endettement des acquéreurs s'est accru de 4,3 à 5,5 fois l'EBITDA entre 2000 et 2006 et de 125 % à 140 % des capitaux propres. De plus, les tendances récentes soulignent une hausse de la part de la dette plus risquée : selon la Banque centrale européenne, la taille du marché des obligations *high yield* en Europe a doublé en 2006, passant à 35 milliards d'euros sous l'impulsion des LBO<sup>2</sup>. En outre, plus de 70 % des dégradations d'émetteurs dans la catégorie spéculative effectuées par Standard & Poor's sur les sept premiers mois de l'année résultent directement d'une opération de fusion-acquisition<sup>3</sup>.

Cette tendance récente s'explique en partie par le faible niveau actuel des taux d'intérêt et l'abondance de liquidités. Elle reflète également le rôle croissant joué par les fonds de capital investissement sur le marché des fusions et acquisitions, à travers notamment les LBO. Depuis début 2006, les opérations initiées par des fonds de capital investissement représentaient environ 17 % du montant total des acquisitions sous revue, alors qu'elles étaient négligeables en 2000 (**graphique 3**). De fait, sur les quinze plus importantes opérations annoncées, cinq faisaient intervenir des fonds d'investissement, pour des montants unitaires de plus de 20 milliards d'euros. L'augmentation de la taille unitaire des opérations observée depuis 2004 contribue en outre, s'agissant du capital investissement, à accroître la contrainte d'endettement des cibles<sup>4</sup>, dans la mesure où les capitaux levés sont dans ce cas majoritairement transférés à leur passif.

Graphique 3: Poids des opérations réalisées par des fonds de capital investissement dans le montant total des F&A au niveau mondial



Source : Bloomberg

Par rapport à la précédente vague de F&A où les opérations représentaient principalement un risque de dilution pour les actionnaires, du fait de leur paiement en titres, le risque financier est porté aujourd'hui essentiellement par les créanciers. C'est donc moins semble-t-il dans les niveaux de valorisation des sociétés cibles que dans la manière dont les opérations sont financées que réside la fragilité de la croissance récente du marché des fusions acquisitions. Les événements récents survenus sur le marché du crédit et la réappréciation des risques par les investisseurs seront donc probablement l'occasion de reconsidérer les leviers d'endettement pratiqués.

Anne Demartini et Carine Romey

<sup>2</sup> "Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU", avril 2007

<sup>3</sup> Standard & Poor's : "Credit Trends : Global potential fallen angels", août 2007

<sup>4</sup> La Commission bancaire évaluait ainsi dans le cas de la France à 5,6 années d'EBITDA la durée moyenne de remboursement de la dette LBO pour 2006 (Rapport annuel 2006, « Le système bancaire français face au risque *Private Equity* / LBO »).

## Etude – Les supports de placement des ménages dans les grands pays développés : tendances et perspectives à moyen terme

**Résumé.** Au cours des dix dernières années, les ménages des principaux pays industrialisés ont modifié la structure de leur patrimoine financier, en orientant leurs placements davantage vers les supports d'épargne collective<sup>1</sup>, au détriment des placements bancaires et des achats directs de valeurs mobilières. Le vieillissement de la population, combiné à une fiscalité avantageuse et à une bonne orientation des marchés d'actions, expliquent pour une large part ce phénomène.

Sous certaines hypothèses relatives à l'environnement financier et fiscal — niveau modéré des taux d'intérêt à long terme, évolution des cours boursiers en ligne avec leur croissance moyenne des dix dernières années et fiscalité favorable aux produits d'épargne collective —, cet essor devrait se confirmer au cours des cinq prochaines années : le stock d'épargne collective des ménages des principaux pays européens (Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni) pourrait atteindre un montant de 10 000 milliards d'euros en 2011, en hausse de 30% par rapport à 2006, soit en moyenne 50% de leur patrimoine financier. Cette croissance, globalement modérée (5,5% en rythme annuel), serait tirée par une forte demande de produits d'assurance vie dans certains pays d'Europe continentale.

La France suivrait ce scénario d'ensemble :

- l'encours des contrats d'assurance vie progresserait d'environ 42% à horizon 2011 (soit un rythme annuel de 7%), allant jusqu'à représenter 46% du patrimoine financier des ménages ;
- la progression des contrats d'assurance vie en unités de compte se traduirait par un renforcement de la demande de titres d'OPCVM. Tous vecteurs de détention confondus, celle-ci progresserait de 40% sur l'ensemble de la période et représenterait, à terme, 27% du patrimoine financier des ménages.

Le choc observé cet été sur les places financières pourrait altérer dans une certaine mesure ces projections. S'il devait revêtir un caractère durable, il pourrait remettre en cause les grands choix d'allocations d'actifs des ménages à moyen terme, à savoir les arbitrages entre actifs liquides sans risque, actifs risqués du type actions et immobilier. Il ne devrait cependant pas nécessairement modifier les choix en matière de supports d'investissement et notamment l'évolution structurelle attendue de la répartition des patrimoines financiers entre épargne collective, détention directe de titres et produits bancaires. Une évaluation de l'impact de ces évolutions conjoncturelles, ainsi que des réformes fiscales en cours, sur les comportements d'épargne sera néanmoins réalisée prochainement par l'AMF.

\*\*\*

La période récente a été marquée par une intégration croissante des marchés financiers au plan mondial et par une diversification considérable de l'offre de produits d'épargne, en lien avec le développement des innovations financières et dans un contexte de relative faiblesse des taux d'intérêt. Cet environnement monétaire et financier relativement favorable est à l'origine d'un processus d'homogénéisation des structures des patrimoines des ménages entre les principaux pays développés. Néanmoins, cette convergence demeure encore largement incomplète et des écarts significatifs subsistent entre pays, reflétant tout autant les habitudes nationales et le contexte institutionnel domestique que les caractéristiques spécifiques des instruments d'épargne les plus facilement accessibles et les plus prisés des ménages au sein de chaque pays.

Malgré la persistance de ces particularités nationales, l'essor des produits d'épargne collective proposés par les

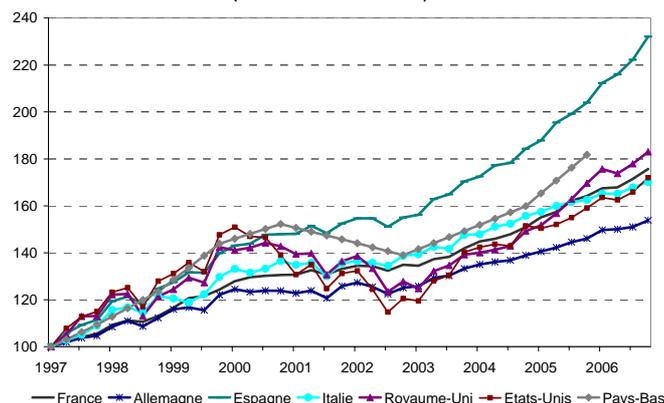
OPCVM, l'assurance vie et les fonds de pension au cours des quinze dernières années constitue la tendance majeure commune aux principaux pays industrialisés, avec comme conséquence la ré-intermédiation d'une part importante des placements des ménages par ces institutions. Parmi les multiples facteurs à l'origine de cette évolution, le vieillissement démographique et les incertitudes qui en résultent concernant les systèmes de retraite par répartition, ainsi qu'une fiscalité le plus souvent très attractive, constituent certainement des éléments essentiels.

L'objectif de cette étude est de dresser un bilan puis de présenter des perspectives concernant les grandes tendances de l'épargne financière des ménages au sein des principaux pays développés (France, Allemagne, Italie, Espagne, Pays-Bas, Royaume-Uni et Etats-Unis), en mettant en lumière la montée en puissance des instruments d'épargne tels que les contrats d'assurance vie, les parts d'OPCVM ou encore les créances sur les fonds de pension. Une première section présente les grandes tendances du patrimoine financier des ménages au cours des dix dernières années. La deuxième partie de l'étude est consacrée à un exercice de prévision à moyen terme pour les principaux pays européens. Les projections réalisées suggèrent que le dynamisme de l'épargne collective devrait se renforcer d'ici 2011, surtout en ce qui concerne les contrats d'assurance vie et les placements en direction des fonds de pension.

### 1. LES GRANDES TENDANCES DE L'EPARGNE DES MENAGES AU COURS DES DIX DERNIERES ANNEES

Au cours des dix dernières années, le patrimoine financier des ménages a connu une croissance assez soutenue dans l'ensemble des pays étudiés (**graphique 1a** ; voir annexe 1 pour la méthodologie retenue pour calculer les patrimoines financiers). Ainsi, entre décembre 1997 et décembre 2006, le plus faible taux de progression du stock d'actifs financiers s'établit à +43% en Allemagne, tandis que le plus élevé est observé en Espagne où il atteint +108%. En rythme annuel, la croissance du patrimoine financier des ménages dépasse en moyenne 5% dans la plupart des pays étudiés, à l'exception de l'Allemagne (+4,3%). L'évolution des patrimoines financiers au cours de la décennie sous revue a présenté selon les pays des profils parfois très contrastés (**graphique 1b**). Sans surprise, les fluctuations les plus importantes sont enregistrées pour les pays anglo-saxons, en lien avec l'exposition plus grande des ménages de ces pays aux mouvements des marchés d'actions. On remarque en particulier que les ménages britanniques et américains ont été lourdement affectés par le recul des cours boursiers au cours des années 2001-2002.

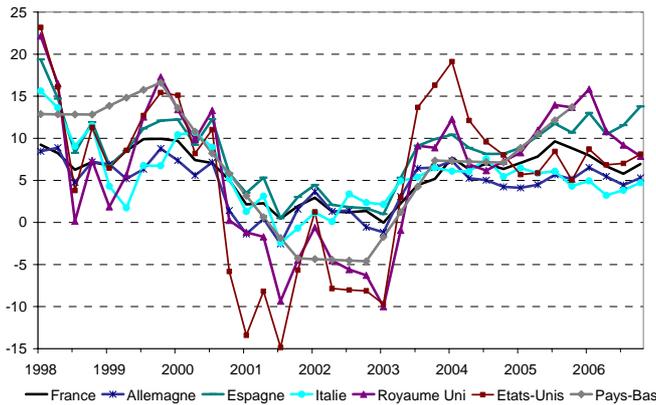
Graphique 1a : Patrimoine financier des ménages (mars 1997=base 100)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

<sup>1</sup> Par souci de simplification, l'expression « épargne collective » (ou « gestion collective » utilisée dans cette étude englobe les titres d'OPCVM, les placements sous forme de contrats d'assurance vie et auprès des fonds de pension.

Graphique 1b : Patrimoine financier des ménages en glissement annuel (en %)

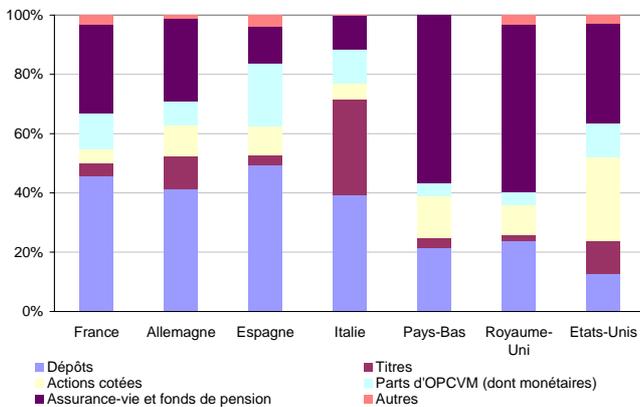


Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

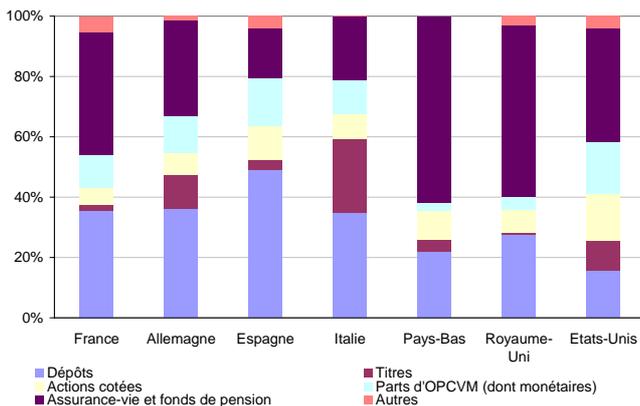
L'examen détaillé de la structure du patrimoine financier des ménages ainsi que de son évolution au cours du temps fait ressortir deux grandes tendances (**graphiques 2a, b** ; voir également Marionnet, 2005, ainsi que les travaux menés sous l'égide de l'OEE) :

- en dix ans, la répartition du patrimoine des ménages a été sensiblement modifiée, principalement au détriment des dépôts bancaires et au profit des contrats d'assurance vie et des placements auprès des fonds de pension ;
- il subsiste cependant des différences significatives entre pays. En particulier, l'importance et l'évolution de la détention « directe » de titres, que ce soit sous forme de titres de dette ou d'actions cotées, demeurent très variables d'un pays à l'autre.

Graphique 2a : Structure du patrimoine financier des ménages en décembre 1997 (en%)



Graphique 2b : Structure du patrimoine financier des ménages en décembre 2006 (en %)



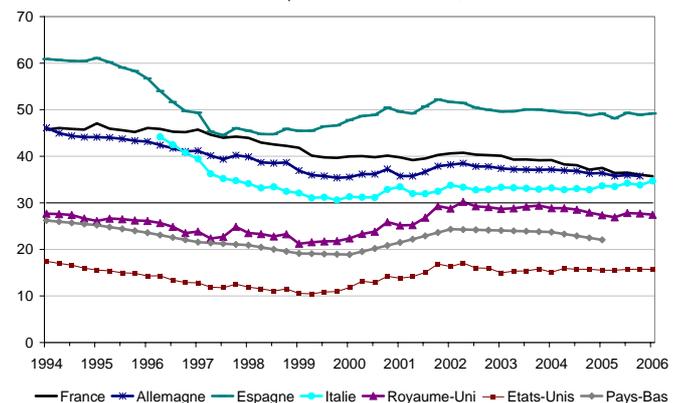
Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

**Le poids des dépôts bancaires demeure très variable selon les pays, mais la tendance générale est à la baisse**

La proportion des dépôts traditionnels au sein des actifs financiers détenus par les ménages varie de façon significative d'un pays à l'autre, puisqu'au quatrième trimestre 2006 elle atteint à peine 16 % aux Etats-Unis, mais *a contrario* presque 50 % en Espagne, reflétant la persistance d'une forte intermédiation bancaire dans ce pays. Entre ces deux extrêmes, les ménages français, allemands et italiens se situent dans la fourchette haute (35,7 %, 36 % et 34,7 %, respectivement), tandis que le poids des dépôts bancaires dans le patrimoine financier de leurs voisins britanniques et néerlandais se rapproche de celui des Etats-Unis (respectivement 27,4 % et 22,1 %). Le rôle crucial joué historiquement par les banques dans le financement de l'économie des grands pays d'Europe continentale et son corollaire, un relatif sous-développement des marchés financiers, expliquent pour une large part le poids encore élevé des dépôts bancaires au sein du patrimoine financier des ménages dans ces pays. On trouve également comme facteur explicatif la plus ou moins grande disponibilité en matière de crédit, qui détermine la contrainte de liquidité des ménages et donc l'importance de leur épargne de précaution. Enfin, le contexte fiscal peut jouer un rôle significatif. Par exemple, l'existence en France d'un large dispositif d'épargne liquide défiscalisée contribue vraisemblablement à maintenir la détention de dépôts bancaires à un niveau élevé.

Dans la plupart des pays d'Europe continentale, on observe une baisse plus ou moins marquée du poids des dépôts bancaires au cours de la période sous revue (**graphique 3a**). Cette diminution apparaît particulièrement marquée dans les pays où le système bancaire était extrêmement dominant, comme en Italie, en France ou encore en Allemagne (respectivement 10, 9 et 6 points). L'érosion de l'épargne bancaire s'apprécie comme un rééquilibrage des portefeuilles au profit des actifs de long terme, dont les supports sont pour l'essentiel proposés par la gestion collective. On remarque que la part des instruments monétaires au sens strict n'a pas subi de recul significatif. Cela semble indiquer que la demande de monnaie dans son sens le plus étroit semble avoir trouvé son niveau d'équilibre, et que les ajustements se réalisent désormais sur les autres instruments d'épargne offerts par les acteurs bancaires. La France illustre bien cette situation. La récente fiscalisation des PEL (plans d'épargne logement) a favorisé le transfert massif des fonds placés sur ces produits en direction des actifs de long terme concurrents, en particulier des contrats d'assurance vie.

Graphique 3a : Détention de dépôts par les ménages\* (en % du patrimoine financier)



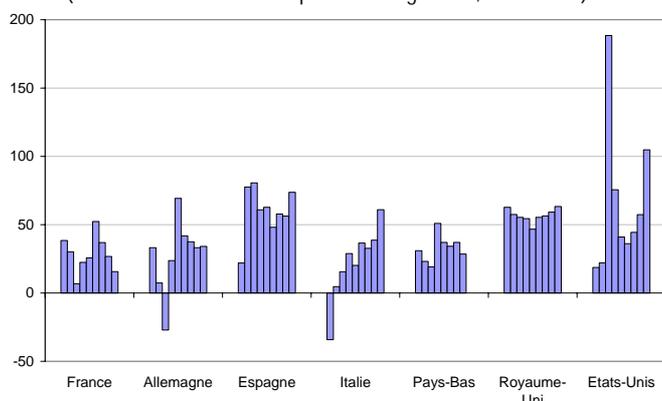
\*Les statistiques de comptes financiers pour l'Italie ne commencent qu'en mars 1997 et celles concernant les Pays-Bas s'achèvent en 2005.

Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

D'un point de vue plus conjoncturel, on note sans surprise que les actifs liquides conservent partout leur fonction de « valeur refuge » et d'épargne de précaution, comme l'illustrent la remontée de la part des dépôts dans le patrimoine financier des ménages ainsi que la hausse des flux de placements sous forme de dépôts entre 2000 et 2003 (**graphique 3b**), période au cours de laquelle le repli des marchés financiers, la montée des incertitudes de toutes natures, et au surplus le bas niveau des taux d'intérêt à long terme ont incité les ménages à accroître leurs encaisses liquides. Cette observation rejoint les analyses menées par ailleurs qui montrent que la demande d'actifs risqués par les ménages est largement procyclique, les ménages se retirant des marchés d'actions en période de recul des cours boursiers et de trop forte incertitude sur les marchés financiers (Séjourné, 2007).

L'examen des flux de placements permet par ailleurs de dresser des constats un peu différents de ceux découlant de la seule observation des encours. En particulier, en dépit d'une détention de dépôts assez faible des ménages britanniques, ces derniers ont affecté à ce type d'actifs au cours des dernières années une part très importante de leurs flux de placements financiers (comprise en moyenne entre 50 et 60%). Au delà de l'effet qu'a pu exercer en la matière une croissance économique nominale plus élevée qu'en Europe continentale, sans doute faut-il voir également le résultat des déboires qu'ont connus les dispositifs individuels d'épargne retraite, en particulier à travers les cas de *misselling*.

**Graphique 3b : Flux de placements annuels sous forme de dépôts effectués par les ménages**  
(en % des flux annuels de placements globaux, 1998-2006)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

### Des situations encore très contrastées en matière de détention directe de titres

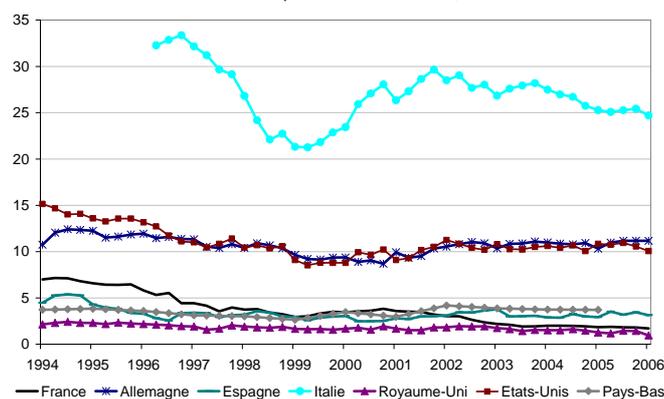
Les titres détenus de façon directe par les ménages, c'est-à-dire les titres de dette d'une part et les actions cotées d'autre part, constituent très certainement la catégorie de placements pour laquelle les différences sont les plus importantes entre pays, aussi bien en termes de poids au sein du patrimoine financier global que d'évolution au cours du temps et de sensibilité aux chocs conjoncturels.

C'est en Italie que la proportion des titres obligataires est de loin la plus élevée, puisqu'elle atteint encore près de 25 % du total des actifs financiers des ménages au troisième trimestre 2006, contre il est vrai 33 % au dernier trimestre 1997 (**graphique 4a, b**). Cette détention importante trouve son origine dans les déficits publics massifs et dans une politique fiscale favorable à ce type de titres. Longtemps majoritaires au sein des portefeuilles obligataires, les titres de la dette publique ne représentent cependant aujourd'hui plus que 30 % des obligations et titres de créance détenus par les ménages italiens, alors que ceux émis par le secteur

bancaire en représentent la moitié. Ailleurs, seuls les ménages allemands et américains détiennent plus de 10 % de leur patrimoine financier sous forme de titres de dette (respectivement 11,4 % et 10,1 %), tandis qu'en Espagne, en France, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas leur proportion est inférieure à 5 %. Pour la France, on trouve une illustration de la faible implication des ménages en observant la répartition de la détention des OAT : à la fin de l'année 2006, les particuliers ne détenaient en portefeuille qu'une fraction marginale des encours d'OAT en circulation, probablement inférieure à 2%<sup>2</sup>.

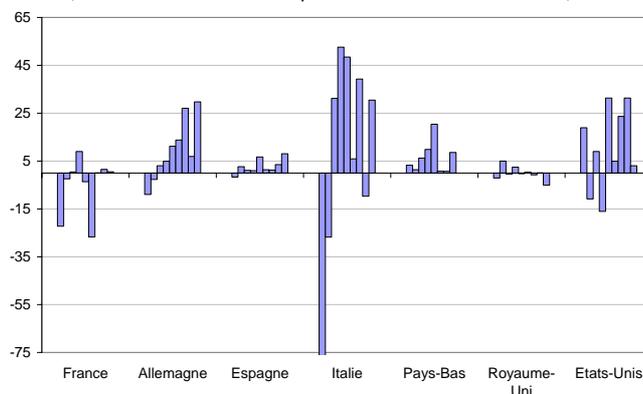
Au cours des dix dernières années, la détention directe de titres de dette a stagné, voire diminué, dans une majorité de pays. De manière générale, elle souffre de la concurrence des produits d'épargne collective, qui présentent des caractéristiques attrayantes, que ce soit sur le plan du couple rendement/risque, de la liquidité ou enfin de la fiscalité. Le poids des produits de taux détenus de façon directe par les ménages s'est ainsi plutôt orienté à la baisse. C'est en particulier le cas en Italie, en France et au Royaume-Uni (respectivement -7,5 points, -2,7 points et -1 point), tandis qu'il est resté stable dans les autres pays étudiés.

**Graphique 4a : Détention de titres de dette par les ménages**  
(en % du patrimoine financier)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

**Graphique 4b : Flux de placements annuels sous forme de titres de dette effectués par les ménages**  
(en % des flux annuels de placements totaux, 1998-2006)

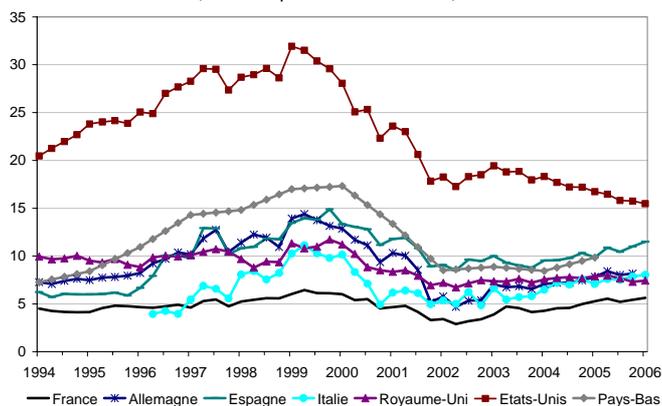


Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

<sup>2</sup> Les statistiques communiquées par l'Agence France Trésor ne précisent pas la détention exacte d'OAT par les particuliers. Les intermédiaires financiers et les non résidents détenaient ensemble à la fin de l'année 2006 près de 98% des encours en circulation.

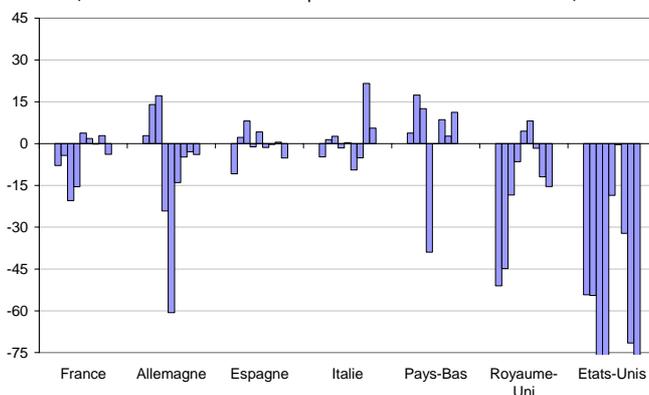
Le portefeuille d'actions cotées détenues en direct par les ménages européens occupe le plus souvent une place modeste dans leur patrimoine financier (**graphiques 5a, b**)<sup>3</sup>. C'est aux Pays-Bas et en Espagne que leur poids est le plus élevé, atteignant respectivement 9,8 % et 11,5 % de leur patrimoine financier au dernier trimestre 2005 et au quatrième trimestre 2006. A l'opposé, les actions cotées des ménages français représentent à peine plus de 5 % du total de leurs placements financiers. Les autres pays européens se situent entre ces deux extrêmes, aux alentours de 7 %. Par ailleurs, en dépit de la baisse significative enregistrée au cours de la période récente, le poids des actions détenues de façon directe par les ménages américains se situe à un niveau nettement supérieur, puisqu'il atteint 15,5 % de leur patrimoine financier en décembre 2006.

Graphique 5a : Détention d'actions cotées par les ménages (en % du patrimoine financier)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Graphique 5b : Flux de placements annuels sous forme d'actions cotées effectués par les ménages (en % des flux annuels de placements totaux, 1998-2006)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Cette faiblesse structurelle de la part des actions cotées au sein des placements financiers des ménages européens comparativement à ce qui est observé outre-Atlantique résulte de toute une série de facteurs. D'une part, on peut mentionner l'aversion au risque certainement plus forte des ménages européens, combinée à l'absence de tradition d'investissement sur les marchés d'actions résultant d'un contexte général de moindre développement des marchés boursiers. Toutefois, cet argument doit être nuancé en précisant que la détention d'actions en direct par les ménages américains est très largement concentrée dans les

portefeuilles d'une partie très minime de la population des épargnants. D'autre part, on doit souligner que la détention d'actions transite désormais partout davantage par les canaux de l'épargne collective (OPCVM en particulier). La position relative des ménages de chaque pays à l'égard des marchés d'actions doit donc être appréciée en prenant en compte l'ensemble de la détention d'actions, directe comme indirecte. La prise en compte de cette détention indirecte ne modifierait certainement pas la hiérarchie entre les pays d'Europe continentale et les Etats-Unis. En revanche, le sous-investissement des ménages britanniques sur les marchés d'actions serait largement corrigé par la détention indirecte, vraisemblablement très massive à travers les fonds de pension et les contrats d'assurance vie du type *unit-linked*.

La proportion des actions dans le patrimoine des ménages a reculé dans une majorité de pays, parfois d'ailleurs de manière très significative. Aux Etats-Unis, elle a ainsi très fortement baissé depuis l'éclatement de la bulle Internet en 2000, perdant au total 12,8 points au cours de la période 1997-2006. On peut mentionner une série de facteurs pour expliquer cette évolution :

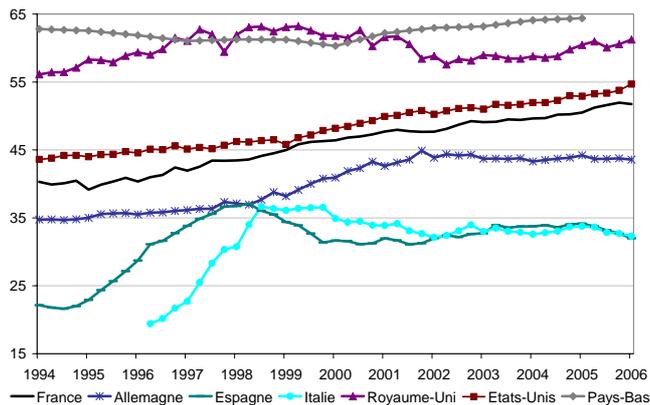
- la pratique généralisée des rachats d'actions comme mode de rémunération des actionnaires, qui a pu induire une attrition mécanique des portefeuilles d'actions ;
- la réalisation de plus-values par les ménages au moment de l'euphorie boursière à la fin des années quatre-vingt-dix (cf. Commissariat général du plan, 2002) ;
- la préférence pour une détention intermédiaire, via les produits d'épargne collective.

#### La montée en force de l'épargne collective

L'épargne collective (OPCVM, assurance vie et fonds de pension) occupe aujourd'hui dans beaucoup de pays une place prépondérante dans le patrimoine financier des ménages, même si, là encore, de fortes disparités peuvent être remarquées. Sans surprise, c'est aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, qu'on observe les détentions les plus importantes (**graphique 6a**). La part des produits d'épargne collective dans le patrimoine financier total s'élève ainsi au troisième trimestre 2006 à 64,4 % aux Pays-bas, 61,3 % au Royaume Uni et 54,7 % aux Etats-Unis. De manière évidente, l'importance de ce poids dans ces trois pays résulte principalement de ce que leurs systèmes de retraite fonctionnent selon le principe de capitalisation, *via* le recours plus ou moins massif aux fonds de pension ou à d'autres formes d'épargne collective. Les Pays-Bas constituent d'ailleurs l'un des rares pays d'Europe continentale à avoir adopté un tel système. Les ménages français consacrent également une part significative de leur patrimoine financier aux produits d'épargne collective, celle-ci s'élevant en effet à 51,7 %. Ce poids apparaît nettement moins élevé dans le cas des ménages espagnols et italiens, puisqu'il s'élève à environ 33 % dans ces deux pays au dernier trimestre 2006. Les ménages allemands occupent quant à eux une place intermédiaire, avec une proportion se situant aux alentours de 44 %.

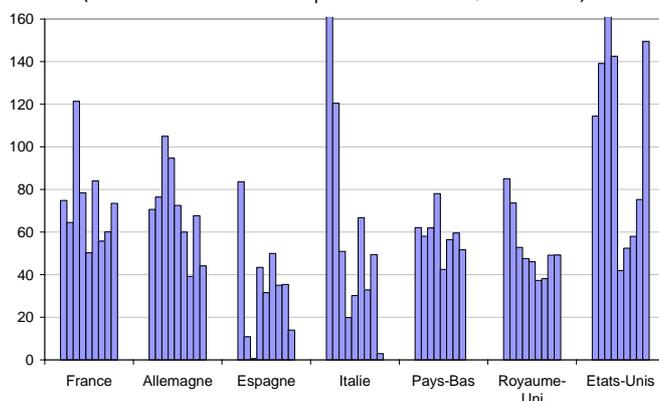
<sup>3</sup> Certains pays n'effectuent pas la distinction entre actions cotées et non cotées. En particulier, la Banque centrale d'Italie publie sur son site Internet des données historiques concernant les encours d'actions cotées détenues par les ménages italiens, mais pas les flux correspondants. Pour plus de précisions, se reporter à l'annexe méthodologique n°1.

Graphique 6a : Epargne collective des ménages  
(en % du patrimoine financier)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Graphique 6b : Flux de placements annuels sous forme de contrats d'assurance vie, de parts d'OPCVM et de créances sur les fonds de pension effectués par les ménages  
(en % des flux annuels de placements totaux, 1998-2006)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Au cours des dix dernières années, la part des produits d'épargne collective dans le total des actifs financiers détenus par les ménages s'est accrue de façon significative dans presque tous les pays, à l'exception de l'Espagne et du Royaume-Uni, où elle est restée pratiquement stable. On trouve à l'origine de ce développement remarquable des facteurs spécifiques, propres à chaque pays, mais également des facteurs communs, à la fois conjoncturels et structurels :

- depuis deux décennies, on assiste à des modifications importantes de la pyramide des âges des principaux pays industrialisés, avec comme conséquence une augmentation des populations d'âge mûr, dont la propension à épargner à long terme est importante ;
- les politiques fiscales sont favorables partout aux produits d'épargne longue, avec notamment la création de produits d'épargne salariale/retraite défiscalisés ;
- les marchés d'actions ont été, en moyenne, très bien orientés depuis le milieu des années 1990, stimulant la demande d'actifs longs et risqués (effet souscriptions) et engendrant un gonflement mécanique de la valeur des portefeuilles (effet valorisation) ;
- les intermédiaires financiers ont étendu leur gamme de produits, comme l'illustre par exemple l'introduction et la commercialisation à grande échelle des contrats d'assurance vie en unités de compte.

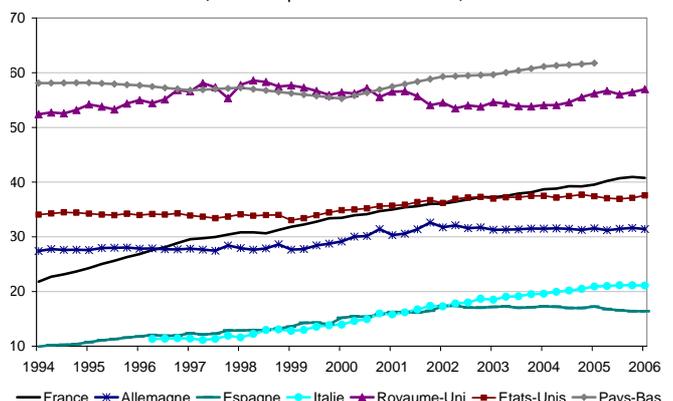
## Le développement rapide de l'assurance vie et des fonds de pension

Le développement de l'épargne collective résulte pour une large part de la montée en puissance des placements de type assurance vie et fonds de pension. Si ce constat touche l'ensemble des pays considérés ici, certaines nuances doivent être apportées. Plus exactement, on peut distinguer deux grands types de pays :

- ceux dans lesquels différents dispositifs d'épargne retraite existent depuis relativement longtemps, en raison de l'existence de système de retraite par capitalisation. Dans ces pays, la part du patrimoine financier des ménages investie auprès des assureurs et des fonds de pension atteint le plus souvent un niveau très élevé, mais est relativement stable ;
- ceux dans lesquels les dispositifs de retraite par capitalisation sont encore peu développés ou inexistant, mais où divers facteurs, dont en particulier l'incertitude quant au devenir du système de retraite par répartition, entraînent un développement extrêmement soutenu des placements de type assurance vie et/ou épargne retraite.

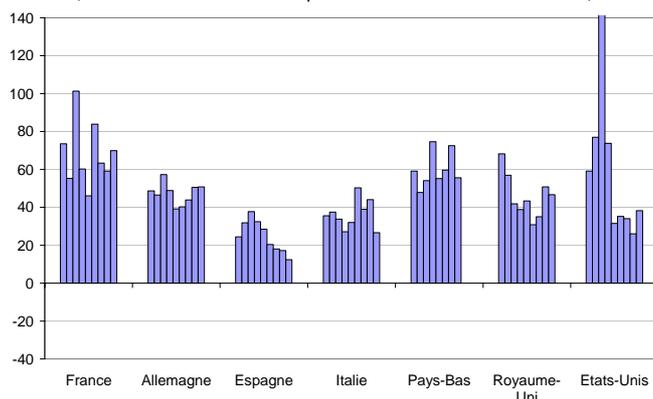
Au sein des pays européens, ce sont les ménages néerlandais et britanniques qui détiennent le plus d'actifs sous forme de contrats d'assurance vie et de fonds de pension, ces derniers représentant respectivement 61,7 % et 57,0 % du total de leurs actifs financiers (**graphique 7a**). Il convient de préciser que dans ces deux pays, les places respectives de l'assurance vie et des fonds de pension traditionnels présentent des différences marquées. Aux Pays-Bas, les contrats d'assurance vie représentent à peine 11 % du patrimoine financier des ménages, contre 51 % pour les placements en fonds de pension. Cela reflète l'existence d'un véritable système de retraite par capitalisation au niveau des entreprises, du type prestations définies. Au Royaume-Uni, en revanche, les choix politiques opérés il y a deux décennies et visant à promouvoir l'épargne retraite individuelle (par opposition aux fonds de pension classiques d'entreprise) se sont traduits par un renforcement de la présence des assureurs, dont le poids est désormais assez proche de celui des fonds de pension. La France, l'Allemagne et les Etats-Unis se situent à des niveaux intermédiaires (respectivement 40,8 %, 31,6 % et 37,6 %). La proportion des placements sous forme de contrats d'assurance vie et de fonds de pension au sein du patrimoine financier des ménages espagnols et italiens est en revanche nettement plus faible, puisqu'elle n'atteint respectivement que 16,4 % et 21,1 %.

Graphique 7a : Encours de contrats d'assurance vie et de créances sur les fonds de pension détenus par les ménages  
(en % du patrimoine financier)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Graphique 7b : Flux de placements annuels en contrats d'assurance vie et en direction des fonds de pension effectués par les ménages (en % des flux annuels de placements totaux, 1998 – 2006)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

En Europe continentale, certains pays ont vu la part de l'assurance vie augmenter très significativement. Les politiques fiscales attractives (en particulier en Allemagne et en Italie), dans un contexte de réforme des systèmes de retraite par répartition et de promotion des dispositifs d'épargne retraite individuels, ainsi qu'un renouvellement important de la gamme des produits d'épargne proposés par les compagnies d'assurance, ont été les principaux moteurs de cette dynamique<sup>4</sup>. D'ailleurs, la gamme élargie des produits d'assurance vie, avec des profils rendement/risque différents, a permis aux assureurs de renforcer leur position et ce, presque indépendamment de l'environnement conjoncturel.

Les ménages français et italiens sont particulièrement concernés, puisque entre 1997 et 2006, la part des contrats d'assurance vie et de fonds de pension dans le total de leurs actifs financiers s'est respectivement accrue d'environ 11 et 10 points. L'examen des flux annuels de placements effectués par les ménages permet de prendre la mesure de la force d'attraction de l'assurance vie. En France, les souscriptions de contrats d'assurance vie se sont élevés en moyenne à près de 70 % du total des flux de placements sur la période 1998-2006, alors même que l'assurance vie bénéficiait déjà d'une large diffusion dans la population des épargnants (graphique 7b). En Italie, cette statistique est beaucoup plus faible (36%), mais elle doit être appréciée au regard de la place jusque là très modeste de l'assurance vie dans le portefeuille des ménages italiens<sup>5</sup>. On note également une hausse assez sensible de la détention de ce type de produits chez les ménages allemands (+ 4 points au cours de la période sous revue), très probablement en raison du basculement opéré en 2001-2002 vers un système de retraite individuel fondé sur des fonds de pension d'entreprise (réforme Riester).

#### Détention directe de titres d'OPCVM : plutôt stables voire en baisse en Europe, en hausse aux Etats-Unis

Au cours des dernières années, la proportion des titres d'OPCVM détenus de façon directe dans le patrimoine financier des ménages européens s'est stabilisée, après une période caractérisée par une croissance importante, jusqu'aux alentours de 1999 (graphique 8a). Alors qu'au

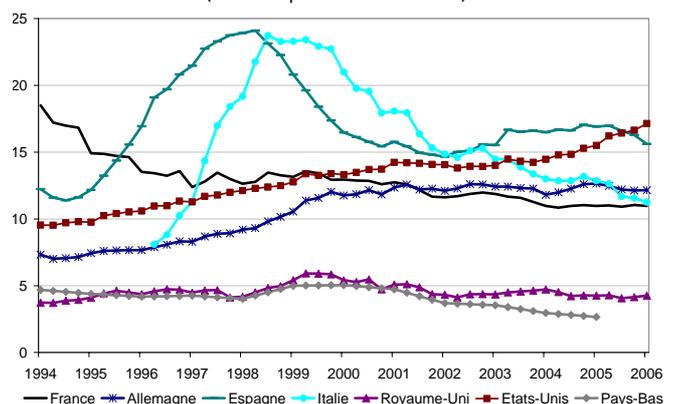
<sup>4</sup> En France, le début des années deux mille a été marqué par la mise en place de deux dispositifs d'épargne retraite, le Perp (souscrit à titre individuel auprès d'une compagnie d'assurance) et le Perco (souscrit à titre individuel mais dans le cadre collectif de l'entreprise). Ces deux produits en sont encore à leur phase de démarrage, avec des encours très modestes.

<sup>5</sup> On peut par ailleurs mentionner que les ménages italiens ont témoigné d'une forte préférence pour les contrats d'assurance vie en unités de compte. D'après l'Ania (Associazione Nazionale Fra le Imprese Assicuratrici), ces supports représentaient en 2005 environ 37% des encours d'assurance vie.

début des années 1990, les ménages français étaient les plus enclins à investir en titres d'OPCVM, y compris par rapport à leurs homologues américains, en 2006 la situation apparaît assez différente. Les ménages espagnols sont désormais ceux qui détiennent le plus de titres d'OPCVM, ces derniers représentant ainsi 15,6 % de leur patrimoine financier total, soit un niveau sensiblement identique à celui de la détention des ménages américains (17 %). L'Italie, la France et l'Allemagne connaissent des proportions inférieures et à peu près équivalentes (entre 10 et 12 %). Le Royaume-Uni et les Pays-Bas se situent en queue de peloton, à moins de 5 %.

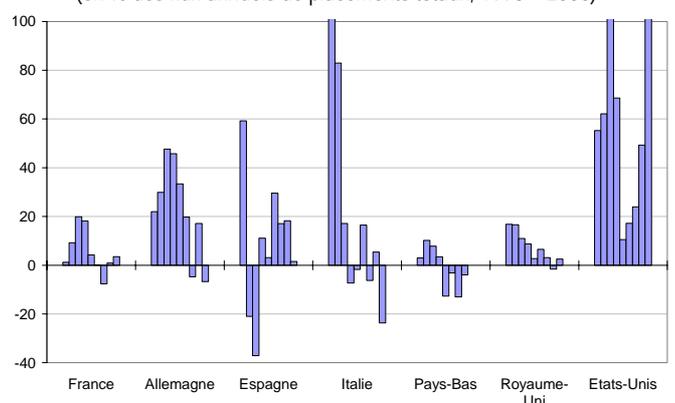
L'examen des flux de placements à destination des OPCVM témoigne d'une forte variabilité de la demande pour ce type de produits, très vraisemblablement en lien avec les évolutions constatées sur les marchés d'actions (graphique 8b). Dans une majorité de pays, les flux d'achats se concentrent pendant la seconde partie des années quatre-vingt-dix, période marquée par de fortes performances des marchés boursiers. C'est particulièrement visible dans le cas de l'Italie et des Pays-Bas, où l'éclatement de la bulle boursière au début des années deux mille a eu pour conséquence une réduction massive des achats, voire, même, des cessions de parts.

Graphique 8a : Détention de titres d'OPCVM par les ménages (en % du patrimoine financier)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Graphique 8b : Flux de placements annuels sous forme de titres d'OPCVM effectués par les ménages (en % des flux annuels de placements totaux, 1998 – 2006)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

Les disparités observées entre les différents pays pour ce qui concerne l'évolution des encours et des flux d'acquisitions résultent là encore des spécificités nationales et du contexte historique propre à chaque pays. La forte croissance de la détention de titres d'OPCVM des ménages italiens entre 1997 et 1999 découle ainsi des larges efforts mis en œuvre par les intermédiaires financiers italiens pour commercialiser ce type de produits, dans un contexte

marqué par la décreue des taux d'intérêt à long terme et par la réduction de l'offre de titres de la dette publique. De plus, les placements auprès des OPCVM se sont imposés comme le moyen le plus efficace pour les ménages italiens d'accéder aux marchés d'actions domestiques et de contourner l'étroitesse de leur marché boursier.

En France, le déclin de la proportion de titres d'OPCVM détenus de façon directe au sein du patrimoine financier des ménages observé depuis le début des années 1990 traduit non seulement la décreue de la détention de parts d'OPCVM monétaires, dans le sillage de la baisse des taux à court terme engendré par la détente des politiques monétaires et des changements dans la fiscalité, mais aussi et surtout la montée en puissance de la détention indirecte de parts d'OPCVM *via* les contrats d'assurance vie en unités de compte et dans une moindre mesure l'épargne salariale<sup>6</sup>.

Aux Etats-Unis, la place des titres d'OPCVM s'est sensiblement renforcée au cours de la période sous revue. Les flux de placements annuels sous forme de parts d'OPCVM représentent ainsi 65 % du total des placements des ménages américains, en moyenne sur la période 1998-2006. Le dynamisme des placements effectués par les ménages américains à destination des parts d'OPCVM (acquises de façon directe) résulte pour l'essentiel du rôle croissant des plans d'épargne retraite individuels<sup>7</sup> (*IRA*, *Individual retirement accounts*) et du contexte boursier extrêmement favorable observé jusqu'au début des années 2000. De nombreux ménages ont eu recours à ce type de produit pour accéder aux marchés d'actions et ainsi profiter de performances boursières élevées (Grillet-Aubert et Pansard, 2005). Ce phénomène a été amplifié par un mouvement de baisse des coûts de détention de parts d'OPCVM (réduction des commissions et des frais de gestion, comme le montre Duca, 2004).

## 2. UNE PROJECTION A MOYEN TERME POUR L'EUROPE

La prévision réalisée repose sur l'hypothèse que les ménages européens reproduiront en matière de placement le comportement qu'ils ont eu au cours des années récentes. Plus précisément, on suppose que la structure du flux de placement des ménages dans chaque pays sera à l'avenir similaire à la structure moyenne observée pendant les huit dernières années. Cette structure anticipée des placements est appliquée à un montant total annuel de placements financiers, obtenu en supposant que ces placements évolueront chaque année au même rythme que le revenu disponible<sup>8</sup>.

Les projections présentées ci-après, pour chaque type de placement et chaque pays, reposent donc sur un jeu d'hypothèses largement conservatoires :

- on suppose que les taux d'intérêt demeurent inchangés par rapport à leur niveau actuel. En particulier, le scénario se fonde sur l'hypothèse de bas niveau des taux d'intérêt à long terme ;
- les cours boursiers sont supposés évoluer en ligne avec leur croissance historique moyenne (aux alentours de 10% depuis le milieu des années quatre-vingt-dix). En particulier, l'hypothèse de cessions d'actions pour cause d'intensification des départs à la retraite, non validée par les

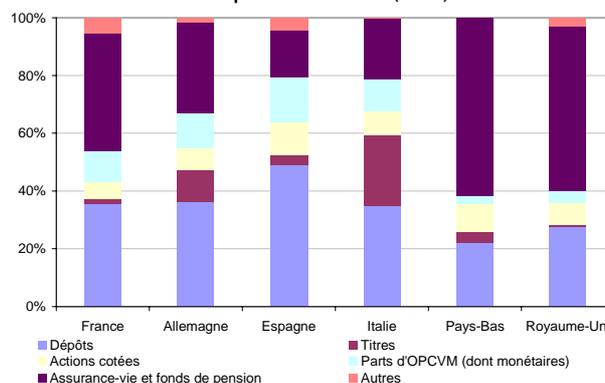
études académiques portant sur le lien entre épargne, prix des actifs et démographie, n'est pas retenue<sup>9</sup> ;

- le cadre fiscal est supposé rester identique à celui en vigueur actuellement, c'est-à-dire plutôt favorable aux produits d'épargne collective, mais à l'inverse plutôt défavorable aux placements directs en valeurs mobilières.

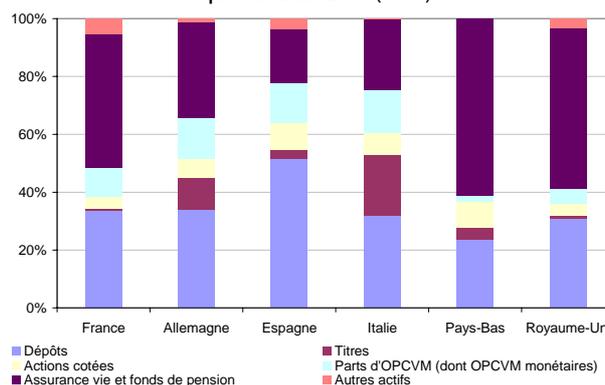
Si l'on raisonne en termes de parts respectives au sein du patrimoine financier des ménages européens, trois constats s'imposent à l'horizon de 2011 (**graphiques 9a, b**) :

- la part des dépôts bancaires traditionnels au sein du total des placements des ménages devrait en moyenne rester pratiquement stable ;
- le poids des valeurs mobilières (titres de dette et actions cotées) directement détenues par les ménages devrait avoir tendance à diminuer ;
- alors que la proportion des parts d'OPCVM détenues de façon directe au sein du patrimoine financier des ménages pourrait n'augmenter que faiblement d'ici cinq ans, à l'inverse les contrats d'assurance vie et les placements auprès des fonds de pension devraient en moyenne voir leur poids continuer de se renforcer de façon significative.

Graphique 9a : Structure du patrimoine financier des ménages européens à fin 2006 (en %)



Graphique 9b : Structure du patrimoine financier des ménages prévue à fin 2011 (en %)



Sources : Banques centrales nationales, calculs AMF

<sup>6</sup> Les PEE (Plans d'épargne en entreprise) constituent *a priori* des relais de croissance importants pour la gestion collective, dans la mesure où une partie majoritaire des encours est investie en parts d'OPCVM. La croissance de ces produits, bien que significative, a cependant été freinée jusqu'à présent par la tendance des particuliers à sortir du plan à échéance fiscale.

<sup>7</sup> Les statistiques des *flows of funds* établies par la Réserve Fédérale incluent ces plans dans la catégorie des parts d'OPCVM détenues de façon directe par les ménages.

<sup>8</sup> L'annexe 2 présente la méthodologie retenue ainsi que les scénarii concernant l'évolution future du revenu disponible brut des ménages et la structure de leurs flux de placements financiers.

<sup>9</sup> La prise en compte de cette hypothèse conduirait à modifier de façon significative (dans le sens de la baisse) les prévisions réalisées s'agissant en particulier des contrats d'assurance vie en unités de compte.

**Des placements traditionnels stables ou en recul**

Pour ce qui concerne les placements sous forme de dépôts bancaires, le scénario retenu suggère que le mouvement de désintermédiation bancaire devrait se poursuivre au cours des prochaines années. La demande d'actifs liquides devrait être largement contenue par une série de facteurs, en particulier :

- l'absence de tensions inflationnistes majeures, qui conduiraient à un gonflement des encaisses de transactions ;
- des taux d'intérêt à court terme modérés ;
- une croissance économique proche de la croissance potentielle ;
- la préférence structurelle pour l'épargne longue résultant du vieillissement des populations et des politiques fiscales<sup>10</sup>.

Le poids des dépôts bancaires dans le patrimoine financier des ménages devrait ainsi au mieux se stabiliser, voire reculer légèrement, dans une majorité de pays (**tableau 1**). En particulier, en France, en Allemagne et en Italie il pourrait converger en 2011 vers le niveau de 33%. L'Espagne et le Royaume-Uni pourraient faire exception à cette règle, les dépôts bancaires étant dopés par le rythme plus soutenu de la croissance économique et par une inflation également plus élevée que dans le reste de l'Europe.

**Tableau 1 : Placements des ménages sous forme de dépôts bancaires**

	Encours en milliards d'euros		Variation en % 2011/2006	En % du pat. financier		Ecart en points 2011/2006
	2006	2011(a)		2006	2011(a)	
France	984,9	1161,9	+ 18,0 %	35,7	33,6	-2,1
Allemagne	1534,8	1735,5	+ 13,1 %	35,6	34,0	-1,6
Espagne	673,2	979,8	+ 45,5 %	49,2	51,6	2,4
Italie	944,8	1116,9	+ 18,2 %	34,7	32,0	-2,7
Pays Bas (b)	305,8	418,6	+ 36,9 %	22,1	23,6	1,5
Royaume-Uni	997,3	1367,0	+ 37,1 %	27,4	30,9	3,5
<b>Enc. total (c)</b>	<b>5440,8</b>	<b>6779,7</b>	<b>+ 24,6 %</b>			
<b>Moyenne (d)</b>				<b>34,1</b>	<b>34,3</b>	<b>0,2</b>

Sources : banques centrales nationales, calculs AMF  
(a) Prévision ; (b) Dernier chiffre connu : décembre 2005 ; (c) Agrégation des encours des six pays figurant dans le tableau ; (d) Moyenne arithmétique simple des pourcentages indiqués pour chaque pays. Idem pour les écarts.

Par ailleurs, s'agissant des titres de dette et des actions cotées, le scénario retenu conclut à une atonie de leur détention directe au cours des cinq prochaines années. Plusieurs arguments plaident fortement pour ce scénario :

- la détention directe de titres est pénalisée par d'importants coûts de transaction (financiers, comme les commissions de courtage ou les droits de garde, et non financiers, comme le temps nécessaire à la gestion d'un portefeuille) ;
- les réseaux bancaires concentrent leurs efforts sur le placement de produits d'épargne collective ;
- la fiscalité s'avère le plus souvent bien plus favorable aux produits d'épargne proposés par les gestionnaires collectifs qu'aux placements directs et individuels, particulièrement en ce qui concerne les titres de dette.

Du côté des titres de dette, les grandes tendances observées depuis 2000 devraient persister au cours des cinq prochaines années. Les ménages français, espagnols, britanniques et néerlandais pourraient ainsi continuer à consacrer une part très modeste de leur patrimoine financier aux placements en titres de dette, tandis qu'à l'opposé leur

<sup>10</sup> Le vieillissement s'accroissant, on peut cependant retrouver une préférence plus forte pour la liquidité, pour faire face notamment aux dépenses du grand âge et de la dépendance.

part dans le total des actifs financiers détenus par les ménages italiens devrait se maintenir à un niveau supérieur à 20 %, en légère baisse par rapport à 2006 (**tableau 2**). Compte tenu de ce que cette détention très importante de titres au sein du portefeuille des ménages italiens reflète essentiellement un particularisme national hérité du passé, on pourrait alternativement envisager un scénario de recul plus prononcé du poids des titres de dette, ce qui permettrait aux ménages italiens de se rapprocher de leurs homologues européens. Enfin, les ménages allemands conserveraient leur position intermédiaire, en consacrant environ 11 % de leur patrimoine financier aux placements sous forme de titres de dette.

**Tableau 2 : Placements des ménages sous forme de titres de dette**

	Encours en milliards d'euros		Variation en % 2011/2006	En % du pat. financier		Ecart en points 2011/2006
	2006	2011(a)		2006	2011(a)	
France	47,2	25,6	- 45,8 %	1,7	0,7	-1,0
Allemagne	482,0	558,2	+ 15,8 %	11,2	10,9	-0,3
Espagne	43,0	58,3	+ 35,4 %	3,1	3,1	0,0
Italie	672,2	736,9	+ 9,6 %	24,7	21,1	-3,6
Pays Bas (b)	51,4	73,6	+ 43,2 %	3,7	4,1	0,4
Royaume-Uni	34,7	38,9	+ 12,2 %	1,0	0,9	-0,1
<b>Enc. total (c)</b>	<b>1330,5</b>	<b>1491,5</b>	<b>+ 12,1 %</b>			
<b>Moyenne (d)</b>				<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>-0,8</b>

Sources : banques centrales nationales, calculs AMF  
(a) Prévision ; (b) Dernier chiffre connu : décembre 2005 ; (c) Agrégation des encours des six pays figurant dans le tableau ; (d) Moyenne arithmétique simple des pourcentages indiqués pour chaque pays. Idem pour les écarts.

Pour ce qui concerne les actions cotées, leur poids au sein du patrimoine financier des ménages européens pourrait diminuer de façon assez marquée au cours des cinq prochaines années, même dans les pays où il est actuellement le plus important. Ainsi, à l'horizon de 2011 les ménages italiens et allemands ne consacraient plus que 7,4 % et 6,7 % de leur patrimoine financier, contre environ 8 % actuellement (**tableau 3**). De même, le patrimoine financier des ménages britanniques ne serait plus investi qu'à hauteur de 4,4 % en actions cotées, au lieu de 7,4 % à fin 2006. En France, cette statistique tomberait à moins de 4%<sup>11</sup>.

**Tableau 3 : Placements des ménages sous forme d'actions cotées**

	Encours en milliards d'euros		Variation en % 2011/2006	En % du pat. financier		Ecart en points 2011/2006
	2006	2011(a)		2006	2011(a)	
France	155,1	136,0	- 12,3 %	5,6	3,9	-1,7
Allemagne	372,3	342,6	- 8,0 %	8,6	6,7	-1,9
Espagne	157,3	174,9	+ 11,2 %	11,5	9,2	-2,3
Italie	219,0	259,9	+ 18,6 %	8,0	7,4	-0,6
Pays Bas (b)	136,4	160,9	+ 18,0 %	9,8	9,1	-0,7
Royaume-Uni	270,4	193,5	- 28,4 %	7,4	4,4	-3,0
<b>Enc. total (c)</b>	<b>1310,5</b>	<b>1267,8</b>	<b>- 3,3 %</b>			
<b>Moyenne (d)</b>				<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	<b>-1,7</b>

Sources : banques centrales nationales, calculs AMF  
(a) Prévision ; (b) Dernier chiffre connu : décembre 2005 ; (c) Agrégation des encours des six pays figurant dans le tableau ; (d) Moyenne arithmétique simple des pourcentages indiqués pour chaque pays. Idem pour les écarts.

<sup>11</sup> Il convient toutefois d'interpréter les prévisions concernant la détention d'actions cotées avec prudence. Les calculs de projection (cf. annexe méthodologique) utilisent en effet la part des flux de chaque type de placement dans le total des flux investis en moyenne sur la période 1998-2006. Par conséquent, la prévision « reproduit » l'historique de l'évolution de chaque type d'actif. Dans le cas des actions cotées, le choc des années 2001-2002 et la forte baisse du poids des actions cotées qui en a résulté est ainsi mécaniquement intégré aux calculs de prévision. Par conséquent, la diminution de la part des actions cotées dans le total des actifs financiers des ménages qui est prévue à l'horizon de 2011 pourrait ainsi être surestimée. Lorsque la prévision est réalisée à partir de la structure moyenne du flux sur la période 2003-2006, les résultats apparaissent sensiblement différents, notamment pour l'Italie.

**La domination de l'assurance vie devrait s'accroître d'ici 2011**

A l'image des tendances observées au cours des dernières années, le poids de l'assurance vie et des fonds de pension au sein du patrimoine financier des ménages européens devrait continuer à s'accroître d'ici 2011. Il faut dire que les produits d'épargne collective continueront à bénéficier de facteurs de soutien importants, que ce soit au niveau démographique ou au niveau fiscal. La progression serait plus particulièrement marquée pour les ménages italiens, français et allemands, puisque la proportion des placements auprès des gérants collectifs dans le total de leurs actifs financiers y atteindrait respectivement 39,3 %, 56,3% et 47,3 %, soit une hausse comprise entre 4 et 7 points (**tableau 4**). A l'inverse, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, où le poids de l'épargne collective est déjà très élevé, la part du patrimoine financier des ménages consacré à ce type de placement pourrait se stabiliser entre 60 et 65 %.

Cette préférence marquée des ménages européens dans leur ensemble pour les produits d'épargne collective se traduirait par une croissance très significative des encours de ce type de produits dans certains pays d'Europe continentale. Ce dynamisme serait par ailleurs dopé par des phénomènes de valorisation, sous l'hypothèse retenue de bonne orientation des marchés d'actions européens. Au total, et en tenant compte de la position déjà équilibrée du patrimoine des ménages britanniques et néerlandais, l'encours de placements, tous supports confondus, pourrait ainsi s'accroître d'environ 30% d'ici 2011 dans l'ensemble des pays (soit une croissance en rythme annuel de 5,5%), passant de 7745 milliards d'euros en 2006 à plus de 10 000 milliards en 2011.

Tableau 4 : Epargne collective des ménages

	Encours en milliards d'euros		Variation en % 2011/2006	En % du pat. financier		Ecart en points 2011/2006
	2006	2011(a)		2006	2011(a)	
France	1427,1	1946,1	+ 36,4 %	51,7	56,3	4,6
Allemagne	1880,9	2417,4	+ 28,5 %	43,6	47,3	3,7
Espagne	437,8	614,3	+ 40,3 %	32,0	32,3	0,3
Italie	880,2	1372,4	+ 55,9 %	32,3	39,3	7,0
Pays Bas (b)	892,7	1122,1	+ 25,7 %	64,4	63,2	-1,2
Royaume-Uni	2227,2	2685,7	+ 20,6 %	61,3	60,7	-0,6
<b>Enc. total (c)</b>	<b>7745,9</b>	<b>10158</b>	<b>+ 31,1 %</b>			
<b>Moyenne (d)</b>				<b>47,6</b>	<b>49,9</b>	<b>2,3</b>

Sources : banques centrales nationales, calculs AMF

(a) Prévision ; (b) Dernier chiffre connu : décembre 2005 ; (c) Agrégation des encours des six pays figurant dans le tableau ; (d) Moyenne arithmétique simple des pourcentages indiqués pour chaque pays. Idem pour les écarts.

Ce mouvement prévu à l'horizon de 2011 résulterait pour l'essentiel d'un accroissement significatif des fonds placés sur les contrats d'assurance vie et auprès des fonds de pension, tandis que le poids de la détention directe de parts d'OPCVM tendrait quant à lui à progresser de façon beaucoup plus limitée, voire à diminuer dans certains pays. Ces évolutions, observables dans la plupart des pays, seraient plus particulièrement marquées en Italie, en Espagne et surtout en France (**tableau 5**). La part des contrats d'assurance vie dans le total des placements financiers des ménages français pourrait ainsi atteindre plus de 45% en 2011, soit une hausse de 5,3 points par rapport au poids actuel (40,8%). En Espagne et en Italie, la forte croissance à venir semblerait cohérente avec le développement plus tardif du marché de l'assurance vie et la réforme du système de retraite dans ces deux pays, qui a conduit à la création plus ou moins récente de fonds de pension, professionnels ou individuels. La part des contrats d'assurance vie et des placements en direction des fonds de pension tendrait en revanche à diminuer très légèrement d'ici cinq ans aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, tout en restant à un niveau bien supérieur à celui des autres pays étudiés (61,2% et 55,7%, respectivement).

Tableau 5 : Placements des ménages auprès des compagnies d'assurance vie et des fonds de pension

	Encours en milliards d'euros		Variation en % 2011/2006	En % du pat. financier		Ecart en points 2011/2006
	2006	2011(a)		2006	2011(a)	
France	1124,6	1592,5	+ 41,6 %	40,8	46,1	5,3
Allemagne	1356,2	1706,7	+ 25,8 %	31,4	33,4	2,0
Espagne	224,2	349,4	+ 55,8 %	16,4	18,4	2,0
Italie	574,0	854,2	+ 48,8 %	21,1	24,5	3,4
Pays Bas (b)	855,8	1086,1	+ 26,9 %	61,7	61,2	-0,5
Royaume-Uni	2072,4	2464,8	+ 18,9 %	57,0	55,7	-1,3
<b>Enc. total (c)</b>	<b>6207,2</b>	<b>8053,7</b>	<b>+ 29,7 %</b>			
<b>Moyenne (d)</b>				<b>38,1</b>	<b>39,9</b>	<b>1,8</b>

Sources : banques centrales nationales, calculs AMF

(a) Prévision ; (b) Dernier chiffre connu : décembre 2005 ; (c) Agrégation des encours des six pays figurant dans le tableau ; (d) Moyenne arithmétique simple des pourcentages indiqués pour chaque pays. Idem pour les écarts.

D'ici 2011, l'encours total des placements des ménages en contrats d'assurance vie et en direction des fonds de pension (dans les pays où ils existent) pourrait ainsi avoisiner 8 000 milliards d'euros dans l'ensemble des pays étudiés, soit une progression globale de 29,7 % par rapport à 2006. C'est en Italie, en Espagne et en France<sup>12</sup> que l'encours détenu par les ménages devrait croître le plus au cours des cinq prochaines années, de respectivement +48,8%, +55,8% et +41,6%.

A l'opposé de ces mouvements, le poids moyen des titres d'OPCVM détenus de façon directe dans le patrimoine financier des ménages n'augmenterait que de façon à peine perceptible à l'horizon de cinq ans, à 10% (+0,5 point) en moyenne sur les six pays étudiés, la hausse importante prévue en Italie, en Allemagne et dans une moindre mesure au Royaume-Uni l'emportant de peu sur la baisse prévue en France, en Espagne et aux Pays-Bas (**tableau 6**). L'encours de parts d'OPCVM détenu « en direct » par les ménages des six pays européens étudiés devrait selon le scénario retenu progresser d'environ 37% d'ici 2011. Elle serait particulièrement forte en Italie (+69,2%), au Royaume-Uni (+42,6%) et en Allemagne (+35,4%). Il convient de souligner que l'encours de titres d'OPCVM détenus par les ménages allemands avait déjà été multiplié par deux entre 1997 et 2006.

Tableau 6 : Titres d'OPCVM détenus de façon directe par les ménages

	Encours en milliards d'euros		Variation en % 2011/2006	En % du pat. financier		Ecart en points 2011/2006
	2006	2011(a)		2006	2011(a)	
France	302,5	353,6	+ 16,9 %	11,0	10,2	-0,8
Allemagne	524,7	710,7	+ 35,4 %	12,2	13,9	1,7
Espagne	213,7	264,9	+ 24,0 %	15,6	14,0	-1,6
Italie	306,2	518,2	+ 69,2 %	11,2	14,8	3,6
Pays Bas (b)	36,9	36,0	- 2,4 %	2,7	2,0	-0,7
Royaume-Uni	154,9	220,9	+ 42,6 %	4,3	5,0	0,7
<b>Enc. total (c)</b>	<b>1538,9</b>	<b>2104,3</b>	<b>+ 36,7 %</b>			
<b>Moyenne (d)</b>				<b>9,5</b>	<b>10,0</b>	<b>0,5</b>

Sources : banques centrales nationales, calculs AMF

(a) Prévision ; (b) Dernier chiffre connu : décembre 2005 ; (c) Agrégation des encours des six pays figurant dans le tableau ; (d) Moyenne arithmétique simple des pourcentages indiqués pour chaque pays. Idem pour les écarts.

<sup>12</sup> Il convient d'analyser les résultats pour la France avec prudence. Les résultats pourraient en effet être surestimés du fait du caractère conservatoire des hypothèses retenues. En particulier, l'évolution récente des flux de placements en assurance vie a été marquée par une croissance soutenue, liée en partie à des chocs, comme le transfert de fonds issus de PEL clôturés en 2006 ou de PEP fermés en 2000.

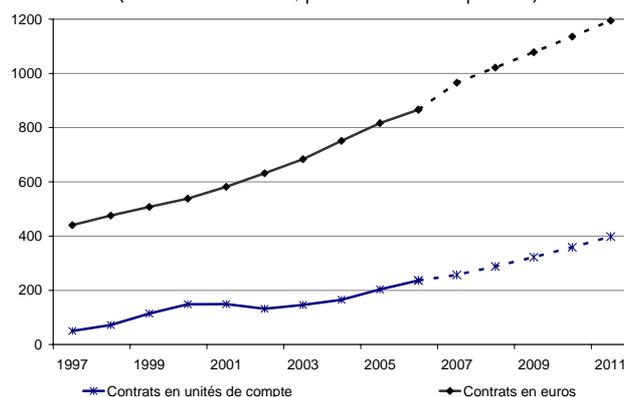
**La demande de titres d'OPCVM tirée dans certains pays par l'assurance vie en unités de compte**

L'atonie apparente de la détention de titres d'OPCVM dans certains pays doit cependant être interprétée avec prudence. Elle doit être mise en rapport avec la montée en puissance de la détention indirecte de titres d'OPCVM, via les contrats d'assurance vie et/ou les fonds de pension à cotisations définies. Le poids des contrats d'assurance vie en unités de compte au sein des encours d'assurance vie augmente ainsi régulièrement depuis dix ans dans de nombreux pays. En France, les supports en unités de compte représentaient en 2005 environ 20% du total des provisions mathématiques d'assurance et 33% de la collecte nette, contre respectivement 8,9% et 5,4% en 1996. Les placements à destination de contrats d'assurance vie en unités de compte devraient selon toute vraisemblance croître à un rythme soutenu au cours des cinq prochaines années, en tout cas s'agissant des ménages français. On assisterait donc dans certains pays à une substitution de la détention directe de titres d'OPCVM à une détention indirecte, via les compagnies d'assurance.

Plus généralement, le récent développement des plans d'épargne salariale et des fonds de pension à cotisations définies en Europe continentale (PERCO en France par exemple), majoritairement investis en OPCVM, devrait mécaniquement conduire à une augmentation du poids des titres d'OPCVM dans le patrimoine financier des ménages, au travers là encore d'une détention indirecte. On assisterait ainsi à l'émergence d'une nouvelle forme de gestion de l'épargne longue des ménages, à la fois collective du fait des règles fiscales et juridiques globales qui la régissent, mais dans le même temps largement individualisée, en raison du transfert vers les ménages de la responsabilité de l'allocation stratégique d'actifs et des risques financiers.

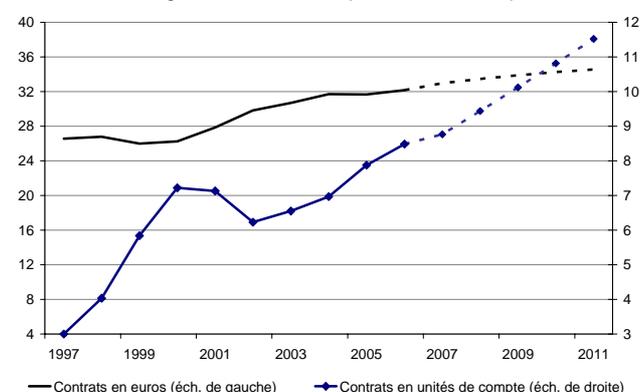
Ce constat du développement d'une détention intermédiaire de titres d'OPCVM invite à poser la question de la dynamique à venir de ce type de placement, en prenant en compte l'ensemble des vecteurs de détention. Cet exercice peut être effectué pour la France, où il existe des statistiques détaillées sur la décomposition par type de supports des provisions mathématiques d'assurance et de la collecte. Au cours de la période 1996-2005, le poids des supports en unités de compte au sein des provisions mathématiques s'y est accru d'un point par an en moyenne. En formulant l'hypothèse d'un rythme de croissance identique au cours des cinq prochaines années, on peut en déduire une prévision de l'encours des supports en unités de compte détenus par les ménages. Cet encours progresserait ainsi d'environ 75% entre 2006 et 2011, tandis que celui des supports en euros n'augmenterait que d'un tiers environ (**graphique 10a**). La part des supports en unités de compte dans le patrimoine financier des ménages se renforcerait dès lors significativement. Après avoir été quasiment multipliée par 3 entre 1997 et 2006 (8,1% en 2006, contre 3% en 1997), elle pourrait atteindre près de 12% en 2011 (**graphique 10b**).

**Graphique 10a : Encours de contrats d'assurance vie détenus par les ménages français en euros/en unités de compte (en milliards d'euros, prévisions en trait pointillé)**



Sources : Banque de France, FFSA et ACAM

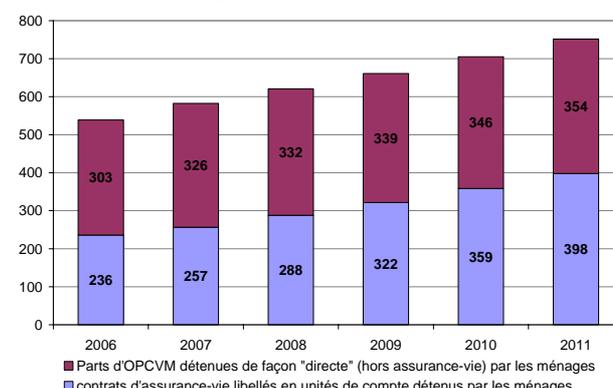
**Graphique 10b : Poids de l'encours des contrats d'assurance vie en euros et en unités de compte dans le patrimoine financier total des ménages français (en %, prévisions en trait pointillé)**



Sources : Banque de France, FFSA et ACAM

La montée en puissance des supports en unités de compte constituerait un élément de soutien important pour la gestion de l'épargne par les OPCVM. Ainsi, si l'on agrège les détentions directe et indirecte de titres d'OPCVM, on obtient un niveau et une croissance des encours beaucoup plus importants qu'avec la seule détention directe. Au cours de la période 2006-2011, la détention globale de titres d'OPCVM par les ménages français progresserait ainsi d'environ 40% (soit une croissance de 7% par an en moyenne), contre seulement 17% pour la seule détention directe (**graphique 11**).

**Graphique 11 : Détention directe et indirecte de titres d'OPCVM par les ménages français\* (en milliards d'euros)**



Sources : Banque de France, FFSA et estimations AMF

\* A partir de 2007 il s'agit de prévisions

Elisabeth Fonteny et Fabrice Pansard

**Annexe 1 : méthodologie utilisée pour le calcul du patrimoine financier des ménages**

Les statistiques utilisées proviennent toutes des comptes financiers nationaux pour les différents pays étudiés, disponibles sur les sites Internet des Banques centrales nationales. Pour les Etats-Unis, il s'agit des données issues des « *flows of funds* » disponibles sur le site Internet de la Réserve Fédérale.

Pour l'ensemble des pays étudiés, à l'exception des Pays-Bas, il s'agit de données trimestrielles non corrigées des variations saisonnières, tant pour les encours que pour les flux. Le dernier point disponible correspond au quatrième trimestre 2006. Dans le cas néerlandais, les statistiques disponibles sont annuelles et s'achèvent en 2005, ce qui génère un décalage par rapport aux autres pays étudiés.

Le patrimoine financier total des ménages tel que défini dans l'étude inclut les catégories de placement suivantes :

- dépôts (monnaie fiduciaire, dépôts transférables et autres dépôts) ;
- titres de dette hors produits dérivés (titres de créance à court terme et obligations) ;
- actions cotées ;
- titres d'OPCVM détenus de façon directe ;
- droits nets de ménages sur les réserves techniques d'assurance vie et de fonds de pension (avec ventilation contrats d'assurance vie/fonds de pension quand elle est disponible, c'est-à-dire en Espagne et aux Pays-Bas) ;
- autres actifs (autres comptes à recevoir).

Les actions non cotées ont été volontairement exclues du champ d'analyse, compte tenu de la difficulté d'apprécier leur valeur et donc de calculer leur part au sein du portefeuille des ménages. Néanmoins, certains pays n'effectuent pas la distinction entre actions cotées et non cotées (cas de l'Allemagne), ou bien l'effectue en prenant en compte uniquement les actions cotées émises par des résidents (cas de l'Italie, du Royaume-Uni et des Pays-Bas). Les statistiques retenues sont celles fournies par défaut par chaque pays, ce qui implique un biais positif (lorsque la ventilation entre actions cotées/non cotées n'existe pas) ou négatif (lorsque l'item « actions cotées » existe mais inclut uniquement les actions émises par des résidents) que nous n'avons pas corrigé. A noter que pour l'Italie, il n'existe pas de données concernant les flux de placements des ménages sous forme d'actions cotées. Par conséquent, il a été décidé de les approximer par les flux d'actions non cotées.

Quoi qu'il en soit, les statistiques relatives aux placements des ménages dans les principaux pays développés sont encore loin d'être homogènes, même au sein de la zone euro, ce qui incite à la plus grande prudence dans l'interprétation des résultats obtenus. Pour une analyse approfondie des problèmes méthodologiques pouvant être rencontrés, on pourra se reporter à Babeau et Sbrano (2002), au compte rendu de la conférence sur les statistiques des banques centrales de l'Irving Fisher Committee (2007), ou bien encore aux travaux réalisés sous l'égide de l'Observatoire de l'Epargne Européenne (OEE), comme par exemple Boutillier et *alii* (2002).

**Annexe 2 : méthodologie employée pour le calcul des prévisions**

L'hypothèse de départ repose sur la définition du taux d'épargne financière des ménages :

$$S = (P - D) / RDB$$

Avec S = taux d'épargne financière des ménages

P = placements financiers

D = dettes

RDB = revenu disponible brut

A partir de ce ratio, on suppose que la variable P (que l'on cherche à prévoir) croît au même rythme que le revenu disponible brut. Le taux de progression de ce dernier peut alors être approximé par le taux de croissance du PIB augmenté du taux d'inflation.

Les étapes du calcul des prévisions ont donc été les suivantes :

- a) Recensement des prévisions de croissance du PIB et d'inflation pour chacun des six pays d'Europe étudiés à l'horizon de cinq ans. Il s'avère que très peu d'institutions publient des indicateurs de ce type à un horizon aussi éloigné. Les données que nous avons utilisées proviennent de la Commission européenne, qui utilise ce type de prévisions à moyen terme dans le cadre du programme de stabilité budgétaire. Les Etats-Unis ont été écartés de l'exercice de prévision, du fait des difficultés rencontrées pour trouver des projections de PIB et d'inflation concernant ce pays à un horizon aussi éloigné. Le tableau A ci-après présente les prévisions utilisées s'agissant de la croissance du PIB et de l'inflation ;

**Tableau A : prévisions de croissance et d'inflation publiées par la Commission Européenne (\*) (taux de croissance en %)**

		2007	2008	2009	2010 (**)	2011 (**)
<b>France</b>	PIB réel	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
	Inflation	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
<b>Allemagne</b>	PIB réel	1,4	1,75	1,75	1,75	1,75
	Inflation	2,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Espagne</b>	PIB réel	3,7	3,3	3,3	3,3	3,3
	Inflation	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
<b>Italie</b>	PIB réel	1,3	1,5	1,6	1,7	1,7
	Inflation	2,1	1,7	1,5	1,5	1,5
<b>Pays-Bas (***)</b>	PIB réel	2,9	2,6	1,75	1,75	1,75
	Inflation	1,6	1,8	1,75	1,75	1,75
<b>Royaume-Uni</b>	PIB réel	2,7	2,6	2,4	2,5	2,5
	Inflation	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0

(\*) Prévisions disponibles à l'adresse suivante :

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/about/activities/sgp/country/doctype/cr\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/about/activities/sgp/country/doctype/cr_en.htm)

(\*\*) Les prévisions de taux de croissance du PIB et de taux d'inflation publiées par la Commission européenne ne vont pas au-delà de 2010 pour la France et l'Allemagne, et de 2009 pour les Pays-Bas et l'Espagne. A l'inverse elles sont effectuées jusqu'en 2011 pour le Royaume-Uni et l'Italie. Les prévisions d'encours et de flux de placements financiers étant effectuées à l'horizon de 5 ans (soit jusqu'en 2011), nous avons mécaniquement reporté les dernières prévisions de PIB et d'inflation disponibles lorsqu'elles s'arrêtaient avant 2011.

(\*\*\*) Pour les Pays-Bas, les prévisions de PIB et d'inflation ont été utilisées non pas à partir de 2007 comme pour les autres pays, mais dès 2006, puisque les données d'encours et de flux de placements financiers les plus récentes sont disponibles à fin 2005. Ainsi, les prévisions de taux de croissance du PIB et de taux d'inflation pour ce pays, telles que fournies par la Commission européenne, s'établissent respectivement à 3 % et 1,6 % pour l'année 2006.

- b) Calcul du flux total annuel moyen de placements des ménages sur la période 2003 – 2006, puis calcul de la prévision pour les années 2007 à 2011 en appliquant à ce flux moyen le taux de croissance du PIB augmenté de l'inflation prévue pour chacune de ces années ;

c) Pour obtenir la structure du flux annuel total prévu, on calcule la part moyenne de chaque type de placement dans le flux total sur la période 1998-2006, qu'on applique ensuite au flux total prévu pour les années 2007 à 2011. Un calcul alternatif de cette part moyenne a été effectué sur la période 2003-2006, avec des résultats parfois assez différents, notamment pour l'Italie (cf. tableau B ci-dessous) ;

Tableau B : part moyenne de chaque type de placement dans le total des flux selon la période retenue (en %)

	Période retenue	Dépôts	Titres	Actions cotées	Parts d'OPCVM	Contrats d'assurance-vie
France	1998-2006	27,7	-3,4	-5,4	4,9	69,4
	2003-2006	31,6	-4,0	0,2	-1,6	69,8
Allemagne	1998-2006	27,5	10,4	-9,1	23,6	46,4
	2003-2006	35,4	21,9	-4,8	4,5	45,6
Espagne	1998-2006	62,2	3,1	-0,2	7,0	24,8
	2003-2006	58,5	4,2	-1,6	17,5	17,0
Italie	1998-2006	24,5	9,2	1,9	27,3	36,9
	2003-2006	42,0	15,6	5,8	-3,0	39,5
Pays-Bas	1998-2006	32,6	6,4	2,1	-1,0	59,8
	2003-2006	33,3	3,4	7,5	-6,7	62,6
Royaume-Uni	1998-2006	56,4	0,6	-14,9	7,2	45,4
	2003-2006	58,2	-1,4	-5,3	2,4	42,4

Calculs : AMF à partir des comptes financiers nationaux

d) l'encours annuel pour la période 2007-2011 est ensuite reconstitué, pour chaque type de placement, à partir des flux ainsi obtenus. Un effet valorisation, approximé par la moyenne du taux de croissance annuel du CAC 40 sur la période 1996 - 2006 est également pris en compte pour les placements en actions cotées, en parts d'OPCVM et en contrats d'assurance vie. Dans le cas des parts d'OPCVM, il a fallu estimer la proportion des OPCVM « actions » et « diversifiés » dans le total du stock de titres d'OPCVM afin de « cibler » l'effet valorisation sur ces seuls OPCVM. Pour ce faire, nous avons utilisé les statistiques fournies par le site [www.efama.org](http://www.efama.org), qui portent sur la ventilation de l'actif des OPCVM. Nous avons supposé que cette ventilation approximait le profil de la détention des ménages. De même, pour les placements en assurance vie, seuls les contrats en unités de comptes investis en actions doivent être valorisés de la sorte. Il a donc fallu, dans un premier temps, estimer le poids des contrats en unités de comptes dans le total des contrats d'assurance vie, et ce pour chaque pays, à l'aide d'une étude de la Compagnie Suisse de Réassurances (Barnshaw et Helfenstein, 2003). Ensuite nous avons supposé que pour tous les pays la moitié des contrats en unité de compte étaient investis en actions et/ou OPCVM actions.

Comme indiqué dans le paragraphe c), les résultats obtenus concernant le calcul des encours et des flux prévus diffèrent parfois assez sensiblement selon que l'on calcule la structure moyenne des flux de placements sur la période 1998-2006 ou sur 2003-2006. Ces écarts apparaissent de façon particulièrement marquée pour les actions cotées et les parts d'OPCVM, et concernent surtout l'Italie.

## Bibliographie

**Babeau A., Sbrano T. (2002)**, « Le patrimoine des ménages dans les comptes nationaux : une comparaison Europe/Etats-Unis/Japon », *OECD Meeting of National Accounts Experts*, Paris, 8-11 octobre.

**Barnshaw M., Helfenstein R. (2003)**, « Les affaires d'assurance en unités de compte en Europe occidentale : vers un renouveau ? », *Sigma insurance research*, Compagnie Suisse de Réassurances, n°3, mars.

**Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Lévy N., Mpacko Priso A., Oheix V., Justeau S., Séjourné B. (2002)**, « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur », *Economie et Statistique*, n°354.

**Commissariat Général du Plan, sous direction de Garnier O. (2002)**, « La place des actions dans le patrimoine des ménages – Mesures et comparaisons internationales », *groupe de travail « actionariat des ménages »*, décembre.

**Duca J. (2004)**, « Why Have US Households Increasingly Relied on Mutual Funds to Own Equity? », *Working Paper*, n°0403, Federal Reserve Bank of Dallas, mai.

**Grillet-Aubert L., Pansard F. (2005)**, « La gestion collective aux Etats-Unis », *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n°14, mai.

**Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (2007)**, « Measuring the financial position of the household sector », *Compte-rendu de la conférence du 30-31 août 2006, Bâle, IFC Bulletin*, n°25, Volume n°1, mars.

**Marionnet D. (2005)**, « Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995 – 2004) », *Bulletin Mensuel de la Banque de France*, n° 143, novembre.

**Séjourné B. (2007)**, « Comment les épargnants français intègrent-ils le paramètre temps dans la gestion de leur portefeuille ? », *Les cahiers scientifiques de l'AMF*, n°4, mai.

---

La Lettre Economique et Financière est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers

**Directeur de la publication**

**Hubert Reynier**

[h.reynier@amf-france.org](mailto:h.reynier@amf-france.org)  
01.53.45.63.65

**Rédacteur en chef**

**Fabrice Pansard**

[f.pansard@amf-france.org](mailto:f.pansard@amf-france.org)  
01.53.45.63.57

**Equipe de rédaction**

**Anne Demartini**

[a.demartini@amf-france.org](mailto:a.demartini@amf-france.org)  
01.53.45.63.39

**Elisabeth Fonteny**

[e.fonteny@amf-france.org](mailto:e.fonteny@amf-france.org)  
01.53.45.63.61

**Laurent Grillet-Aubert**

[l.grillet-aubert@amf-france.org](mailto:l.grillet-aubert@amf-france.org)  
01.53.45.63.38

**Carine Romey**

[c.romey@amf-france.org](mailto:c.romey@amf-france.org)  
01.53.45.63.41

**Secrétariat**

**Muriel Visage**

[m.visage@amf-france.org](mailto:m.visage@amf-france.org)  
01.53.45.63.35

La Lettre Economique et Financière reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF