

## La destination finale des placements financiers des ménages français

**Adeline BACHELLERIE**

*Direction des Statistiques monétaires  
et financières*

*Service d'Étude et Statistiques  
des Opérations Financières*

**Omar BIROUK**

*Direction des Statistiques monétaires  
et financières*

*Service d'Analyse  
des Investisseurs Institutionnels*

**Christian PFISTER**

*Direction générale des Études  
et des Relations internationales*

*Au cours des quinze dernières années, en réponse notamment aux incitations fiscales, les ménages français ont modifié la structure de leur portefeuille financier, au profit en particulier des contrats d'assurance-vie et au détriment de l'épargne bancaire. Ils continuent à préférer l'épargne intermédiée et détiennent directement peu de titres cotés émis par les agents non financiers (sociétés non financières et administrations publiques).*

*Cet article évalue les financements apportés par les ménages français aux secteurs non financiers de l'économie et du reste du monde, directement et par le truchement des intermédiaires financiers (établissements de crédit, organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), sociétés d'assurance...), mettant ainsi ces derniers en « transparence ». Il en ressort qu'une part importante du portefeuille des ménages français est investie hors de France. Ceci résulte de la plus grande diversification géographique des placements effectués par les intermédiaires financiers pour le compte des ménages français, favorisée en particulier par la mise en place de l'euro.*

*L'allongement de la chaîne d'intermédiation en France est également mis en lumière.*

Mots-clés : Ménages, patrimoine financier, épargne, intermédiation, dépôts, crédits, titres de créance, valeurs mobilières, actions, OPCVM, sociétés d'assurance, profondeur financière, bases de détention de titres

Codes JEL : G00, G11, G2, D01, D14

Cet article propose une analyse des placements financiers des ménages français et de leur évolution depuis 1995 ainsi qu'une évaluation des financements qu'ils apportent par ce biais aux secteurs de l'économie réelle et du reste du monde sur la base de la méthodologie proposée par Boutillier <sup>1</sup> et al. (2007). Une première étude avait déjà été réalisée par la Banque de France sur l'année 2006 <sup>2</sup> à partir des seuls comptes financiers nationaux. Deux approches complémentaires sont développées ici. La première approfondit les possibilités d'analyse offertes par le cadre des comptes financiers nationaux, tandis que la seconde exploite les bases de données titre à titre relatives aux placements des intermédiaires financiers qui recueillent l'épargne des ménages et l'affectent à des emplois déterminés.

Dans un premier temps, il a été procédé à une rétopolation des comptes nationaux financiers publiés par la France, selon les règles du Système européen des comptes nationaux et régionaux (« SEC 95 »), en détaillant les secteurs de contrepartie pour chaque type d'actif détenu. Les statistiques de détention de titres dont dispose la Banque de France ont ainsi permis de constituer une base de données en « qui-à-qui » <sup>3</sup> afin d'établir une structure du portefeuille des ménages français distinguant les placements intermédiés par les institutions financières de ceux directement réalisés au bénéfice des secteurs non financiers. Cette base de données en « qui-à-qui » retrace également la structure des placements des institutions financières selon les mêmes modalités que celles définies pour les ménages.

Dans un second temps, les placements effectués par les institutions financières auprès d'autres institutions financières ont été retraités afin d'identifier les secteurs non financiers qui bénéficient *in fine* des financements issus des ressources collectées auprès des ménages. L'exploitation des informations figurant dans les bases titres concernant les actifs détenus par les institutions financières a d'abord permis de procéder à la « mise en transparence » des placements des ménages auprès des sociétés d'assurance-vie et des OPCVM monétaires et non monétaires, révélant ainsi une partie du rôle joué par les investisseurs institutionnels dans le fonctionnement des circuits

de financement. Les montants en cause sont désormais très importants : en 2010, avec un bilan total d'actifs de 3 900 milliards d'euros, les ménages français détiennent 1 360 milliards *via* des contrats d'assurance-vie et 265 milliards *via* des titres d'OPCVM.

Une « mise en transparence » complète de toutes les institutions financières a finalement été opérée en utilisant les comptes financiers. En parallèle, les comptes financiers en « qui-à-qui » ont permis d'élaborer une nouvelle mesure de la « profondeur » du système financier c'est-à-dire de sa capacité à mobiliser les ressources financières de l'économie. Cette nouvelle mesure rend notamment compte de l'allongement de la chaîne d'intermédiation et des effets de la diversification des placements des institutions financières.

La structure du portefeuille <sup>4</sup> des ménages français est décrite dans la section 1. Les investissements des intermédiaires financiers sont analysés pour mettre en évidence les secteurs de l'économie réelle indirectement financés par les ménages dans la section 2. La section 3 s'intéresse au rôle des intermédiaires financiers et à son évolution depuis quinze ans. Des éléments de conclusion sont proposés en fin de note.

## I | En détention directe, des placements à risque modéré, majoritairement effectués auprès des institutions financières

Le montant du portefeuille d'actifs financiers détenu par les ménages français est évalué à 3 900 milliards d'euros à fin 2010 ; il a plus que doublé depuis 1995. Cet accroissement s'est accompagné de modifications de structure très progressives. En moyenne au cours de cette période, le patrimoine financier des ménages français est resté placé à 83 % auprès des institutions financières (cf. graphique 1). Néanmoins, au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, les ménages français ont également développé leurs investissements financiers directs dans les

<sup>1</sup> Boutillier (M.), Levy (N.) et Oheix (V.) (2007) « Financial Intermediation in developed countries: heterogeneity, lengthening and risk transfer », Working Paper 2007-22, Economix, Université Paris 10 Nanterre.

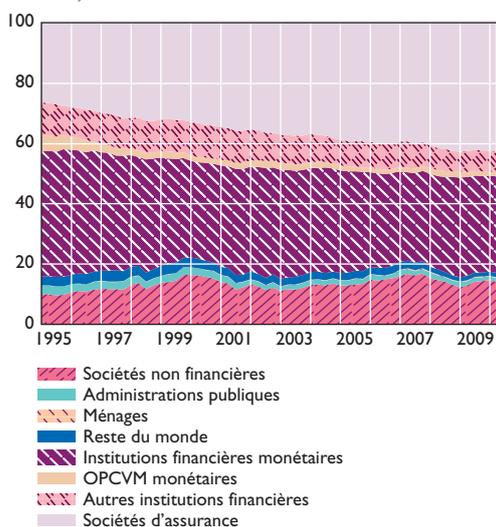
<sup>2</sup> Rincon (A.) (2007) « La destination finale de l'épargne des ménages », Bulletin de la Banque de France numéro 167, novembre

<sup>3</sup> La présentation en « qui-à-qui » des comptes nationaux financiers et des comptes de patrimoine fournit pour chaque type d'actif financier détenu par un secteur donné sa ventilation en fonction des secteurs débiteurs correspondants (par exemple, ventilation du portefeuille de titres à court terme des OPCVM par secteur émetteur)

<sup>4</sup> Sauf mention contraire, le portefeuille des ménages désigne l'encours de leurs placements financiers.

**Graphique 1 Répartition des placements financiers des ménages français selon les secteurs directement bénéficiaires**

(en % du total)



Source : Banque de France

entreprises françaises. La part de ces placements dans leur portefeuille est ainsi passée de 10 % en 1995 à 14 % en 2009, au détriment notamment de leurs avoirs sur le reste du monde et en titres émis par les administrations publiques.

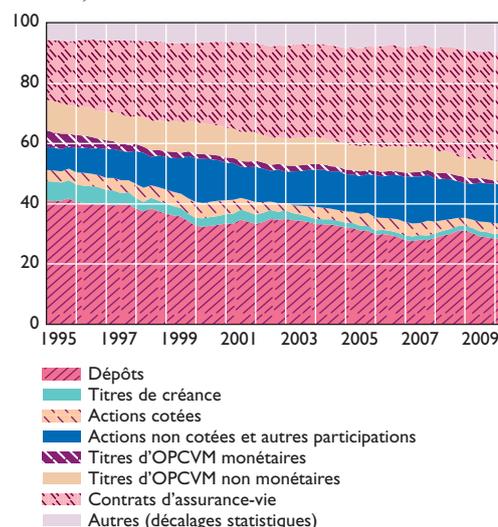
### Substitution des placements en assurance-vie aux dépôts bancaires

Au milieu des années quatre-vingt-dix, la part des dépôts auprès des institutions financières monétaires (IFM) représentait plus de 41 % du portefeuille total des ménages (cf. graphique 2)<sup>5</sup>. À fin 2010, elle est tombée en dessous de 30 % tandis que celle des contrats d'assurance-vie augmentait en contrepartie de 20 % à 34 %. Tout en continuant de placer l'essentiel de leur épargne auprès des institutions financières, les ménages français ont ainsi progressivement substitué des placements en contrats d'assurance-vie à des dépôts. Autre évolution marquante, la part des titres d'OPCVM monétaires dans le portefeuille d'actifs financiers des ménages français s'est fortement réduite (de 10 % en 1992 à 1,2 % en 2010), du fait notamment du repli des taux d'intérêt à court terme et des évolutions de la fiscalité.

Au total, les ménages français investissent 60 % de leurs actifs financiers en produits qui peuvent être considérés comme peu risqués (cf. graphique 3).

**Graphique 2 Répartition par type d'instruments des placements financiers des ménages français**

(en % du total)

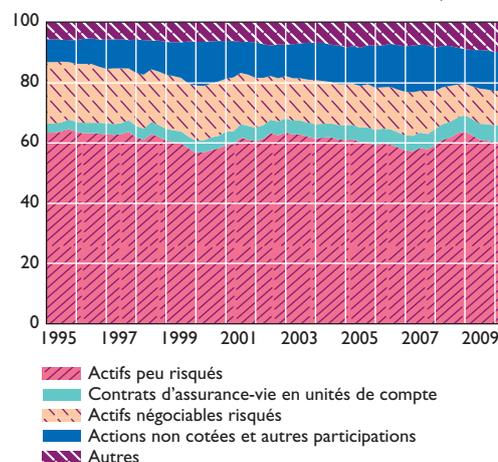


Source : Banque de France

Il s'agit de produits dont le risque en capital est quasi nul (dépôts) ou faible (titres d'OPCVM monétaires et contrats d'assurance-vie en euros, ces derniers représentant 85 % du total des placements d'assurance-vie). À l'inverse, les titres (hors titres d'OPCVM monétaires) et les contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC)

**Graphique 3 Répartition des actifs financiers détenus par les ménages par grandes classes de risque**

(en % du total des placements financiers des ménages)



Source : Banque de France

5 Ces dépôts recouvrent principalement les dépôts transférables (comptes à vue), les placements à vue (les livrets), les comptes à terme et l'épargne contractuelle (notamment les PEL, PEP).

sont classés dans la catégorie des actifs risqués, les ménages supportant le risque de fluctuations de cours qui peuvent affecter la valeur de ces actifs.

### Augmentation de la part des actions non cotées

Compte tenu de l'importance des actifs intermédiés par le secteur financier dans le portefeuille des ménages français, la part de leur épargne directement investie dans les secteurs non financiers est restée très minoritaire (environ 15 %). Elle a financé principalement les sociétés non financières (14 % du total du portefeuille, graphique 1), essentiellement sous la forme d'actions non cotées et d'autres participations au capital des entreprises (notamment les parts de SARL)<sup>6</sup>. La part de ces titres s'est accrue de près de 5 points entre 1995 et 2010 pour atteindre à fin 2010 12,5 % du portefeuille des ménages (cf. graphique 2) dont 9 % sont émis par les sociétés non financières. Comme indiqué plus haut, l'essentiel de cet accroissement s'est produit au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. À l'inverse, les ménages ne détiennent que 2,8 % de leur portefeuille en actions cotées émis par les sociétés non financières et une part infime de titres de créance des sociétés non financières.

### Contraction de la part des titres de créance

Les ménages ont sensiblement diminué la part de leur portefeuille financier investie en titres de créance : celle-ci est passée de 6,4 % en 1995 à 1,5 % en 2010. En particulier, ils ont fortement réduit leur détention directe d'emprunts publics français qui avait pu être transitoirement relancée par l'emprunt Balladur en 1993 (graphique 1).

### Diminution de la part des titres étrangers

La mondialisation des marchés financiers et l'adoption de la monnaie unique n'ont pas entraîné de développement de la détention directe d'actifs étrangers. La part des titres émis par les non-résidents dans les actifs non intermédiés par le secteur financier a même au contraire diminué, revenant de 3 % en 1995 à 1,3 % en 2010. S'il y a bien eu diversification géographique des placements, celle-ci s'est en fait effectuée par l'intermédiaire des OPCVM et des sociétés d'assurance-vie (cf. *infra*).

## 2| Une réallocation de l'épargne vers le reste du monde via les OPCVM et les sociétés d'assurance-vie

Les informations collectées par la Banque de France sur la détention de titres permettent d'établir la destination finale, par type d'actif, par secteur et par zone géographique, des placements financiers des ménages investis dans les banques, les OPCVM et les sociétés d'assurance-vie. Cette décomposition est opérée en considérant que les ménages financent indirectement les différents emplois des institutions financières dans des proportions identiques à celles de la structure des actifs de ces institutions.

Cependant, les bases titre-à-titre ne permettent pas d'identifier la nature précise de la totalité des actifs, et notamment de ceux pour lesquels on ne dispose pas d'un code ISIN<sup>7</sup> et qui sont en conséquence regroupés dans la catégorie « autres investissements ». En outre, les OPCVM détiennent une part résiduelle d'actifs sur d'autres OPCVM, en particuliers étrangers<sup>8</sup> (cf. méthodologie en fin de note) dont la composition n'est pas systématiquement connue.

Les données détaillées des portefeuilles des OPCVM et des sociétés d'assurance<sup>9</sup> ne sont pas encore disponibles dans leur intégralité pour l'année 2010. L'analyse porte donc sur la période de 2007 à 2009, elle consiste à « mettre en transparence » les OPCVM et les sociétés d'assurance, et, sans s'étendre à toutes les institutions financières, vise à mieux cerner l'importance du rôle exercé par ces deux catégories d'investisseurs institutionnels. La mise en transparence totale des intermédiaires financiers est effectuée dans une étape ultérieure (cf. *infra*, section 4), à partir des comptes financiers. Ceux-ci permettent d'établir une structure complète du financement des ménages mais sont moins détaillés que l'analyse réalisée à partir des bilans des intermédiaires financiers.

La valeur des titres d'OPCVM détenus par les ménages s'est établie à fin 2010 à 265 milliards d'euros après 253 milliards d'euros à fin 2009 et 256 milliards

6 Le portefeuille des ménages français analysé dans cette étude est celui figurant dans les comptes financiers de la Nation. Il est en conséquence valorisé en valeur de marché et les actions non cotées et autres participations font l'objet d'une valorisation qui suit celle des actions cotées et prend en compte une décote liée à leur faible liquidité.

7 Le code ISIN - International Securities Identification Number - est utilisé pour identifier chaque titre échangé sur les marchés financiers

8 Cette auto-détention est visée par le terme d'« OPCVM résiduel » dans le graphique 6.

9 Ces états sont fournis au titre de l'article A.344-3 du code des Assurances. De même, les états détaillés des portefeuilles des OPCVM permettant d'effectuer leur « mise en transparence » sont fournis à la Banque de France au titre de l'article L.214-13 du code monétaire et financier relatif aux besoins statistiques monétaires tels que précisés par les règlements de la BCE (ECB 25/2009 et ECB 258/2007).

à fin 2008. Elle n'a toutefois pas retrouvé son niveau de fin 2007, soit 286 milliards d'euros, l'effet de la remontée des marchés boursiers ayant été contrebalancé par un mouvement durable de décollecte. Les placements d'assurance-vie ont continué, pour leur part, de bénéficier d'importants flux de souscriptions nettes, s'élevant à 77 milliards d'euros en 2010 après 76 milliards en 2009, année déjà marquée par une nette reprise de la collecte par rapport à celle enregistrée en 2008 (55 milliards). Néanmoins, la progression constatée en 2010 est bien inférieure à celle de l'année précédente. La perspective d'une réforme de la fiscalité appliquée aux contrats d'assurance-vie, discutée en 2010, a pu dissuader certains ménages d'effectuer de nouveaux placements. Les dispositions relatives à la fiscalité du patrimoine, introduites dans le projet de loi de Finances rectificative pour 2011, adopté en Conseil des ministres le 11 mai 2011, ont toutefois laissé inchangé le régime fiscal de l'assurance-vie.

## 2 | I Placements en titres d'OPCVM

### 2 | I | I Répartition par secteur bénéficiaire des placements

La « mise en transparence » des placements en titres d'OPCVM permet d'identifier les secteurs bénéficiaires ultimes des financements apportés par les ménages par le truchement de ces instruments. De 2007 à 2009, les placements dans l'économie nationale représentaient en moyenne 63 % du total des financements intermédiés par les OPCVM. Les investissements hors de France ont nettement progressé en 2009, atteignant 43 % du total.

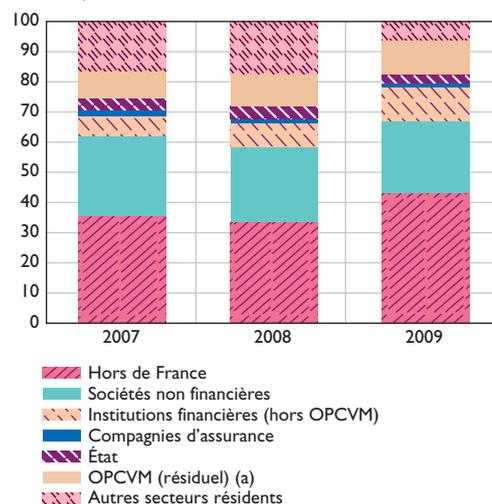
Les placements des ménages en titres d'OPCVM ont financé principalement les sociétés non financières, dont la part s'est toutefois réduite entre le début et la fin de ces trois années d'observation, de 26,4 % à 23,7 %. En revanche, la part de ces placements en titres émis par des institutions financières s'est accrue, passant de 6,7 % en 2007 à 11,4 % en 2009.

### 2 | I | 2 Les types d'actifs détenus par l'intermédiaire des OPCVM

La baisse des cours boursiers a eu pour effet de réduire la proportion des actions dans les actifs financés

**Graphique 4 Répartition sectorielle des placements des ménages en titres d'OPCVM**

(en % du total)



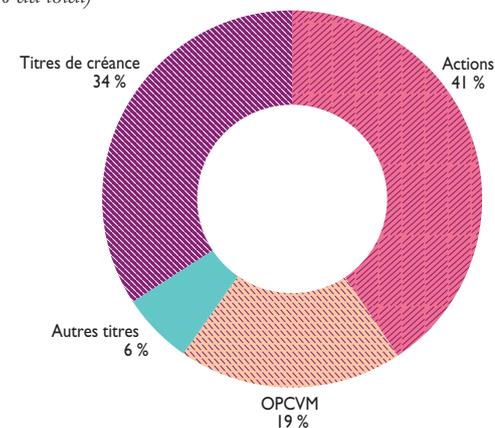
(a) Ce vocable regroupe tous les OPCVM dont on ne peut pas détailler le portefeuille après la mise en transparence et qui sont présumés être des OPCVM étrangers.

Source : Banque de France

par les ménages *via* les OPCVM. Cette réduction a essentiellement concerné les fonds actions ou diversifiés dont la part est tombée de 43 % en 2007 à 35 % en 2008 pour remonter à 41 % en 2009. La baisse des taux d'intérêt, particulièrement nette à partir de la fin de l'année 2008 sur le compartiment du court terme, a incité les ménages à réduire leurs placements en titres d'OPCVM monétaires

**Graphique 5 Répartition par type d'actif sous-jacent des placements des ménages auprès des OPCVM en 2009**

(en % du total)



Source : Banque de France

et obligataires d'où une baisse de la proportion des titres de créance détenus *via* ces instruments (34 % en 2009, après 44 % en 2008).

## 2|2 Placements en contrats d'assurance-vie

### 2|2|1 Répartition par secteur bénéficiaire des placements des assureurs-vie

L'analyse des placements des assureurs-vie sur la période 2007 à 2009<sup>10</sup> s'appuie sur leurs états annuels détaillés qui permettent notamment d'identifier le secteur émetteur pour chacune des lignes de titres détenues. Les titres d'OPCVM dans lesquels les ménages investissent par l'intermédiaire des contrats d'assurance-vie sont également mis en transparence de façon à obtenir une décomposition en fonction des secteurs bénéficiaires ultimes des financements intermédiés de la sorte. Les placements effectués *via* l'assurance-vie apparaissent ainsi relativement diversifiés au plan géographique (consacrés à plus de 60 % au reste du monde). S'agissant de leur

répartition entre secteurs résidents, la part dévolue aux administrations publiques dépasse assez nettement celle affectée aux sociétés non financières. L'analyse s'est attachée en particulier à évaluer les répercussions éventuelles des déformations de la courbe des taux. Les investissements des sociétés d'assurance-vie ont également été ventilés par type d'instruments financiers, par résidence géographique des émetteurs ainsi que selon leur durée.

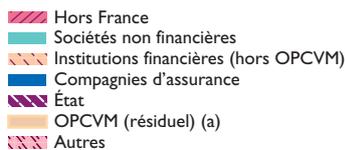
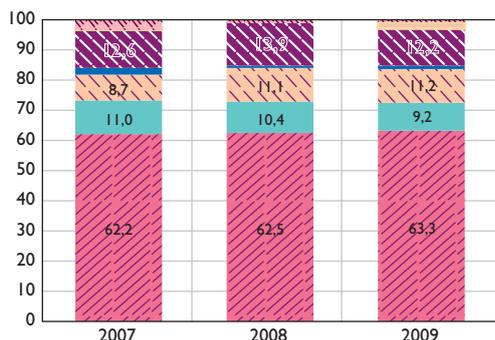
### 2|2|2 Répartition par type d'actif sous-jacent des placements d'assurance-vie des ménages

La crise financière s'étant accompagnée d'un important recul des cours boursiers, la part des actions a été divisée par deux en 2008, tombant à 9 % après 18 % en 2007, avant de se redresser quelque peu en 2009 (11 %). En contrepartie, les titres de créance ont vu leur part augmenter en 2008, à 72 %, après 64 % en 2007. En particulier, la proportion des titres de créance à long terme s'est sensiblement accrue, s'élevant à 60 % en 2007, 66 % en 2008 et 67 % en 2009.

L'analyse détaillée des portefeuilles de titres obligataires (hors titres perpétuels) détenus par les assureurs-vie permet de mettre en évidence un allongement de leur durée de vie résiduelle moyenne pondérée : celle-ci est passée de 7,4 ans en 2007 à 7,8 ans en 2008 et 8,3 ans en 2009. Dans un contexte de baisse générale des taux (cf. graphique 8), les assureurs ont, selon toute vraisemblance, cherché à préserver les rendements offerts sur les contrats souscrits par leur clientèle en allongeant l'horizon de leurs placements.

Graphique 6 Répartition par secteur bénéficiaire final des placements des ménages auprès des assureurs-vie

(en % du total)

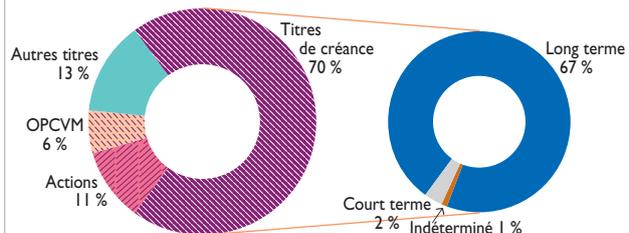


(a) Ce vocable regroupe tous les OPCVM dont on ne peut pas détailler le portefeuille après la mise en transparence et qui sont présumés être des OPCVM étrangers.

Source : Banque de France

Graphique 7 Répartition par type d'actif sous-jacent des placements d'assurance-vie des ménages en 2009

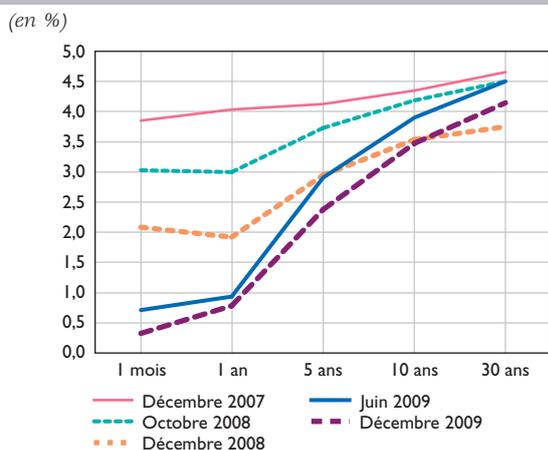
(en % du total)



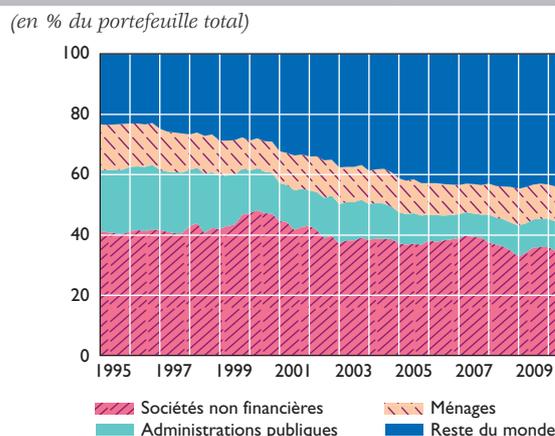
Source : Banque de France

<sup>10</sup> Les données 2010 ne sont pas disponibles.

**Graphique 8 Évolution de la courbe des rendements actuariels des titres d'État depuis 2007**



**Graphique 9 Secteurs non financiers financés directement et indirectement par les ménages**



## 2 | 3 Ce que financent les placements des ménages

La mise en transparence des placements des ménages intermédiés par les OPCVM et les entreprises d'assurance-vie a permis de mettre au jour leur répartition entre les secteurs qui en sont les ultimes bénéficiaires. Les investissements hors de France représentent les deux tiers des placements des sociétés d'assurance-vie, alors qu'ils ne constituent que le tiers des titres d'OPCVM détenus par les ménages.

On peut également noter que les sociétés d'assurance-vie investissent massivement dans des titres longs, dont les caractéristiques en termes de durée, de rendement et de risque sont bien adaptées aux engagements qu'elles prennent. En revanche, la structure par échéance des placements des OPCVM est plus difficile à caractériser.

Dans cette section, les comptes financiers sont utilisés pour opérer une mise en transparence complète des institutions financières (établissements de crédit, OPCVM et assureurs-vie) permettant de mettre en lumière la destination finale de l'ensemble des placements des ménages.

La mise en transparence décrite ci-dessus fait principalement apparaître que les ménages français

détiennent davantage d'actifs sur le reste du monde qu'il y a une quinzaine d'années, contrairement à ce que donne à penser l'analyse de leurs placements directs (section 1) : l'investissement en actifs étrangers se réalise essentiellement par l'entremise des intermédiaires financiers (graphiques 9)<sup>11</sup>. Il apparaît ainsi que la part des avoirs directs et indirects des ménages sur le reste du monde dans leur portefeuille financier s'élevait en 2010 à 44 %, soit une augmentation de plus de 20 points depuis 1995. L'intermédiation financière joue donc en France un rôle particulièrement important dans la diversification géographique des placements des ménages. Par ailleurs, la part consacrée au financement des administrations publiques françaises dans leurs placements a baissé assez sensiblement sur la période pour tomber à 9 % en 2010<sup>12</sup>. En revanche, la part des placements finals des ménages français à l'étranger consacrée aux titres de la dette publique d'autres pays, notamment de la zone euro, s'est accrue (voir *infra*).

## 3 | Le rôle des intermédiaires financiers

Les intermédiaires financiers jouent un rôle central dans la diversification géographique des placements financiers des ménages. En proposant à ces derniers une gamme de produits plus variés et élaborés,

11 S'agissant des établissements de crédit, il convient de noter que leurs investissements vers le reste du monde s'effectuent essentiellement auprès d'intermédiaires financiers étrangers et non directement vers les secteurs non financiers.

12 Le relais a été pris par les investisseurs non résidents dont la part dans la détention de la dette publique française a nettement augmenté au cours de la même période.

ils contribuent également à la « profondeur financière » de notre économie, définie ici comme la capacité d'une économie à mobiliser des ressources et qui se traduit par l'allongement de la chaîne d'intermédiation financière.

Les OPCVM et les sociétés d'assurance-vie sont des vecteurs de la diversification géographique des placements des ménages.

**L'intégration croissante des marchés financiers européens**

L'analyse de la répartition géographique des placements des ménages réalisés au travers des OPCVM sur la période de 2007 à 2009 fait apparaître un léger repli sur la France en 2008, suivi d'une nette poussée des placements à l'étranger en 2009. La part des placements réalisés dans l'Union européenne (UE) s'accroît, tant en ce qui concerne la zone euro que le reste de l'UE, illustrant l'intégration croissante des marchés financiers européens et les effets de l'harmonisation du cadre réglementaire européen relatif aux OPCVM.

Une analyse par pays de la détention par les ménages français de titres émis par des résidents du reste de la zone euro illustre la diversification opérée en 2009 au profit de petits pays de cette zone et au détriment de destinations traditionnelles comme l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Luxembourg. Ainsi la part des placements investis en titres des

émetteurs d'États membres de la zone autres que ces derniers est-elle passée de 3,9 % du portefeuille des ménages en 2008 à 9,4 % en 2009.

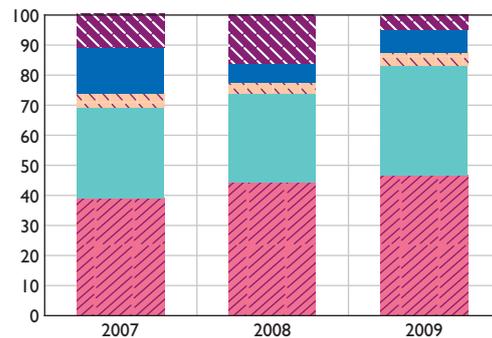
**Une diversification géographique des placements d'assurance-vie encore plus marquée pour les contrats en euros que pour ceux en unités de compte**

En ce qui concerne les contrats d'assurance-vie, la répartition géographique des placements est plus diversifiée pour les contrats en euros que pour ceux libellés en unités de compte <sup>13</sup> (cf. graphiques 11). En particulier, la part investie dans l'économie nationale est moins importante pour les premiers (35,1 % en 2009) que pour les seconds (46,8 %).

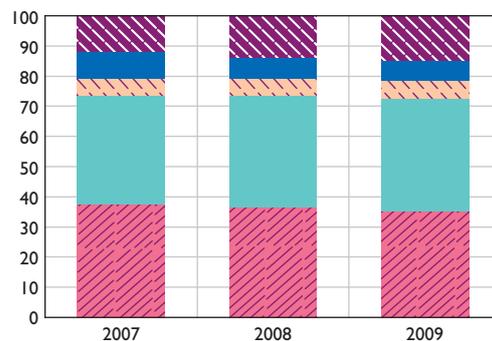
**Graphiques 11 Répartition géographique des financements apportés aux émetteurs de titres par les ménages via les contrats d'assurance-vie**

(en % du total)

**A – Contrats en unités de compte**



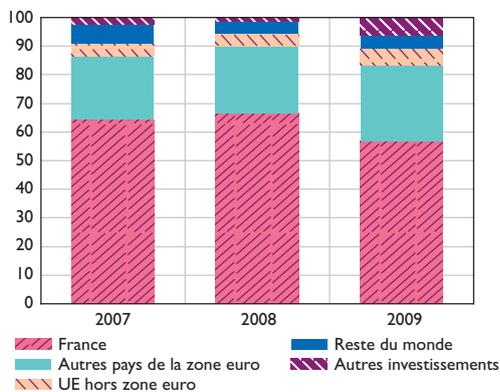
**B – Contrats en euros**



Source : Banque de France

**Graphique 10 Répartition géographique des financements consentis aux émetteurs de titres par les ménages via les OPCVM**

(en % du total)



Source : Banque de France

13 Les contrats en euros sont des contrats dont la valeur de rachat et la rémunération sont garanties par l'assureur tandis que, pour les contrats en unités de compte, le ménage supporte un risque de perte en capital, la valeur de rachat du contrat suivant celle des actifs sous-jacents.

## ENCADRÉ

**Un allongement de la chaîne d'intermédiation**

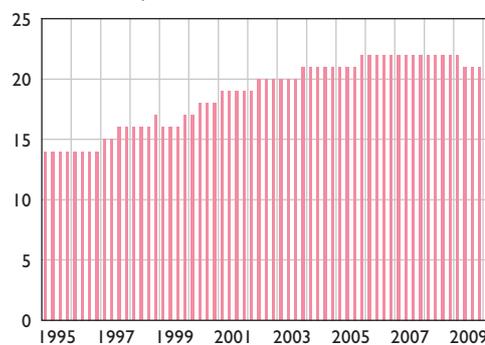
Alors que le portefeuille des ménages français a été multiplié par 2,3 entre 1995 et 2010, celui des établissements de crédit a triplé au cours de la même période, passant de 2 250 milliards d'euros à 6 900 milliards, et celui des autres intermédiaires financiers (assureurs-vie et OPCVM monétaires et non monétaires) a quintuplé.

La croissance des portefeuilles des institutions financières, beaucoup plus rapide que celle du portefeuille des ménages, a été favorisée par l'accélération de la diffusion des innovations financières et l'internationalisation des marchés de capitaux. La gamme des produits financiers s'est enrichie d'instruments de plus en plus variés et complexes. En conséquence, les placements proposés aux ménages donnent lieu à davantage de transformations avant de prendre la forme d'un financement des secteurs non financiers. On aborde ainsi la notion de « profondeur » du système financier. Les mesures de cette profondeur traditionnellement proposées par la littérature académique se réfèrent à des ratios de capitalisation boursière ou de crédit rapportés au PIB. Elles expriment le niveau de développement du système financier en proportion de l'activité économique. On trouvera ci-dessous une proposition de mesure complémentaire du développement financier, illustrant incidemment la complexité du processus d'allocation de l'épargne par les intermédiaires financiers.

Cet indicateur est calculé de la manière suivante : comme indiqué précédemment, la « mise en transparence » des intermédiaires financiers permet d'identifier la destination finale des placements d'épargne de ménages en remontant la chaîne d'intermédiation de ces placements. Or, lorsqu'un ménage détient un actif sur une institution financière, cette ressource permet à l'institution d'investir dans un secteur financier ou non financier. À partir des comptes financiers en « qui-à-qui », un calcul matriciel itératif permet d'imputer l'actif détenu par les ménages aux secteurs non financiers bénéficiaires ultimes de leur épargne. Le nombre d'itérations nécessaires est un indicateur du nombre de bilans d'intermédiaires financiers qui enregistrent une trace de l'actif considéré au fil de ses transformations successives. Il mesure ainsi la profondeur du système financier de l'économie concernée. Cependant, ce nombre est une grandeur sans dimension. On propose ici de l'interpréter comme un indicateur de la longueur de la chaîne d'intermédiation, le nombre d'itérations croissant avec celui des intermédiaires intervenant dans le processus d'acheminement de la ressource vers son emploi final (cf. graphique).

**Allongement de la chaîne d'intermédiation financière**

(nombre d'itérations)



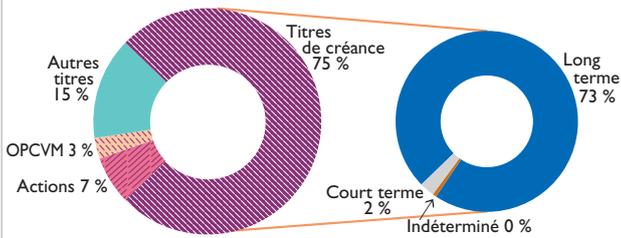
Source : Banque de France

Le nombre d'itérations présente une tendance à la hausse depuis quinze ans qui s'est interrompue avec la crise financière, mais qui confirme que les actifs financiers transitent de manière croissante par les bilans des institutions financières avant de se concrétiser par un financement de l'économie réelle. En d'autres termes, le nombre de transactions entre institutions financières augmente. Ce constat peut s'expliquer en partie par la complexification des structures financières et des supports de placement offerts, rendant compte d'une spécialisation plus fine des intermédiaires financiers. En outre, on note que l'adoption de la monnaie unique en 1999 semble avoir été suivie d'une accentuation de cette hausse tendancielle, ce qui tendrait à montrer que les intermédiaires financiers ont su exploiter les possibilités élargies de diversification des placements offertes par l'euro et que la chaîne d'intermédiation s'est allongée par la même occasion. Ce constat apparaît cohérent avec l'observation présentée plus haut de la diversification géographique des placements des ménages via les investisseurs institutionnels.

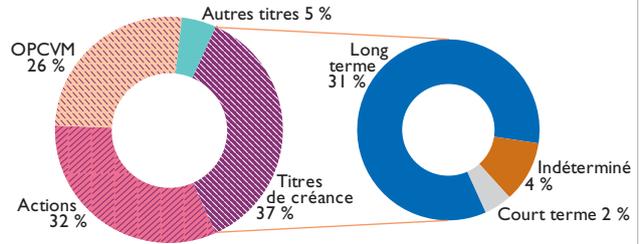
**Graphiques 12 Répartition par type d'actif sous-jacent des contrats d'assurance-vie en 2009**

(en % du total de chaque portefeuille)

**A – Allocation d'actifs des contrats en euros**



**B – Allocation d'actifs des contrats en unités de compte**



Source : Banque de France

On observe également que cette part s'est sensiblement accrue sur la période considérée pour les contrats en unité de compte, alors qu'elle a diminué pour les contrats en euros. Au total, la zone euro hors France a bénéficié en 2009 de plus du tiers de l'ensemble des financements consentis *via* les deux types de contrats.

Quand le risque en capital est supporté par les intermédiaires financiers, la diversification

géographique du portefeuille est donc plus marquée que lorsque ce risque est à la charge des ménages. Ceci peut refléter chez ces derniers la persistance d'une préférence nationale en matière de placements qui trouve encore à s'exercer dans le choix des unités de compte mises à leur disposition. Le caractère risqué du contrat en unités de compte serait ainsi tempéré par l'aspect rassurant des placements de relative proximité géographique.

*Le financement de l'économie par les ménages s'opère essentiellement de façon indirecte, par le truchement des intermédiaires financiers.*

*La « mise en transparence » de ces intermédiaires permet d'apprécier les conséquences de leurs choix d'allocation d'actifs sur le niveau des risques supportés par les ménages. Elle met aussi en évidence leur tendance à investir en France quand ils prennent un risque en capital et à diversifier leurs placements au plan géographique, du moins à l'intérieur de la zone euro, lorsqu'ils souscrivent des placements en produits de taux proposés par les sociétés d'assurance-vie.*

## Méthodologie

### Estimation de la détention indirecte de titres par les ménages français

En 2010, les ménages français détenaient 34 % de leur portefeuille d'actifs financiers sous forme de contrats d'assurance-vie et 8 % sous forme de titres d'OPCVM (dont 1,2 % OPCVM monétaires). Les dépôts auprès des établissements bancaires représentaient de leur côté 30 % de leur portefeuille. Au total, près des trois-quarts de leurs placements financiers sont intermédiés par des institutions financières qui les emploient, plus ou moins directement, au financement de l'économie. Leurs dépôts dans les banques et leurs placements auprès des investisseurs institutionnels correspondent à des formes différentes d'intermédiation. Dans le cas d'un dépôt, la mutualisation de la ressource ne permet pas de l'affecter à un emploi particulier de l'intermédiaire. On attribue donc à ce dépôt la structure d'ensemble des emplois de l'intermédiaire et on procède de même pour les autres produits d'épargne intermédiée.

S'agissant de la détention indirecte de titres, les informations recueillies par la Banque de France permettent dans un premier temps d'établir une répartition des placements des ménages auprès des OPCVM et des sociétés d'assurance-vie par type d'actif, par zone géographique et par secteur bénéficiaire. Leur détention indirecte est alors calculée comme le produit du montant de leurs placements auprès des institutions financières et de la répartition des actifs détenus par ces dernières. Pour les actifs que l'ensemble de ces institutions détiennent sur elles-mêmes (par exemple les titres d'OPCVM détenus par une société d'assurance ou par un OPCVM), l'opération est répétée jusqu'à obtenir l'imputation la plus complète possible aux financements des secteurs de l'économie non financière ou du reste du monde. Le résidu non imputé correspond à la catégorie « autres investissements ».

Le schéma ci-dessous explicite cette démarche.

