

La destination finale de l'épargne des ménages

Annabelle RINCON

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Cet article vise à décrire l'allocation finale du patrimoine financier des ménages français, à savoir sa contribution aux différents types de financement des activités économiques non financières. En effet, si la composition initiale des portefeuilles des ménages renseigne sur leurs choix globaux en matière de gestion d'actifs et de risques, elle éclaire peu sur leur contribution aux différents circuits de financement. Pour mesurer celle-ci, il convient d'identifier les emplois auxquels les institutions financières consacrent in fine les placements qu'elles collectent auprès des ménages.

À la différence des actifs directement investis auprès des agents non financiers (actifs dits « finaux »), les actifs placés auprès des institutions financières (établissements de crédit, OPCVM, sociétés d'assurance,...) sont donc retraités afin de mettre en transparence ces intermédiaires. En partant de l'hypothèse qu'il n'y a pas d'affectation des ressources aux emplois, cette mise en transparence s'obtient en appliquant aux opérations internes au secteur financier la structure de leurs emplois finaux : la répétition de ce calcul permet ainsi de converger vers une estimation de la destination finale des placements des ménages.

Cette démarche fait apparaître que les emplois auxquels les institutions financières destinent ces placements sont assez diversifiés au plan géographique, une bonne part étant investie hors de France, en actifs d'autres pays de la zone euro ainsi que du reste du monde. Elle montre également qu'ils sont principalement consacrés à des investissements en titres de dette publique : alors que les titres émis par les administrations publiques, françaises et de la zone euro, représentent une part marginale dans les placements directs des ménages, le processus d'intermédiation de l'épargne aboutit ainsi à leur donner une place prépondérante dans les emplois finaux de leur patrimoine financier.

Mots-clés : Ménages, patrimoine financier, enquête patrimoine, épargne, intermédiation, diversification, dépôts, crédits, titres de créance, valeurs mobilières, actions, OPCVM, sociétés d'assurance

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

I | La composition initiale des placements des ménages

I | I Les placements intermédiés représentent une part prépondérante de l'épargne des ménages

À fin 2006, les placements des ménages français intermédiés par les institutions financières représentent 2 853 milliards d'euros, soit 87 % des 3 286 milliards d'euros de leur patrimoine financier. Le rôle de l'intermédiation est donc prépondérant dans la gestion de l'épargne des ménages en France, ces derniers ne consacrant qu'une part modeste de leurs placements aux actifs « finaux » finançant directement les agents non financiers (13 %, soit 433 milliards d'euros).

Les placements directs des ménages en actifs « finaux » sont constitués, pour l'essentiel, de valeurs mobilières (63,7 % en actions cotées et 15,7 % en titres de créance) et, dans une moindre mesure, de crédits aux agents non financiers (17,4 %).

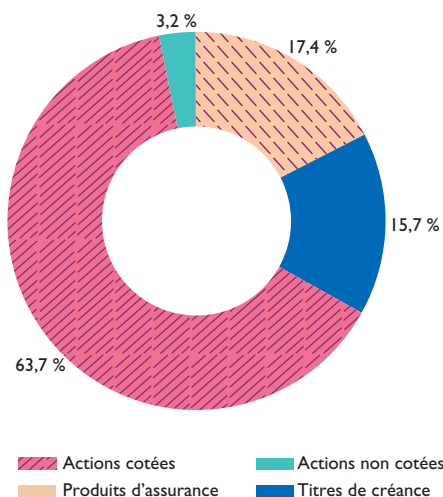
Structure des placements des ménages À fin 2006		
(montant en milliards d'euros et part en %)		
	Montant	Part
Dépôts et crédits	1 007,4	30,7
Titres de créance	168,8	5,1
Actions cotées	336,4	10,2
Actions non cotées	13,8	0,4
Titres d'OPCVM monétaires	110,6	3,4
Titres d'OPCVM non monétaires	414,3	12,6
Produits d'assurance	1 234,8	37,6
Total	3 286	100

Note : Dans un souci de simplification, la nomenclature utilisée dans cette étude regroupe les opérations de dépôt et de crédit. La prise en compte de la catégorie à laquelle appartient le créancier et le débiteur permet néanmoins de distinguer clairement la nature de ces opérations : les dépôts figurent essentiellement au passif des institutions financières, mais peuvent être détenus par tous les types d'agents, alors que les crédits sont un instrument de financement des agents non financiers.

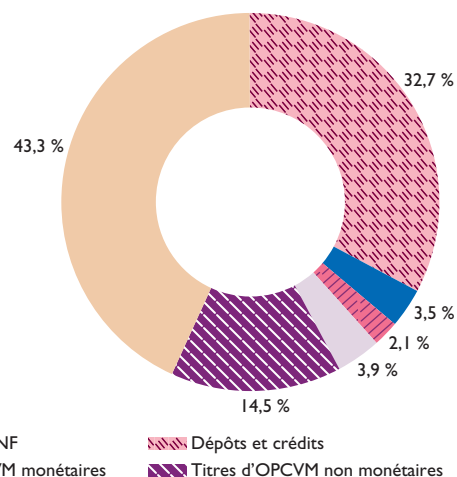
L'épargne des ménages confiée à des institutions financières est placée, pour l'essentiel, en produits d'assurance (43,3 %), en dépôts (32,7 %) et en titres d'OPCVM généraux et monétaires (respectivement 14,5 % et 3,9 %).

Graphiques 1 et 2 Structure des placements directs et intermédiés des ménages

Auprès des agents non financiers (ANF)



Auprès des agents financiers



Source : Banque de France, DESM-SESOF

1 | 2 La structure des placements des institutions financières diffère selon les catégories d'intervenants

Chaque catégorie d'intermédiaire financier se caractérise par une structure spécifique de ses placements :

- Le secteur des *établissements de crédit et entreprises d'investissement* consacre environ 73 % de ses placements financiers à l'acquisition de créances sur les agents non financiers, le reste étant constitué essentiellement d'opérations internes à ce secteur. S'agissant des actifs « finaux », la part des opérations de crédit et de dépôt s'élève à 52 % et celle des titres de créance à 15 %.

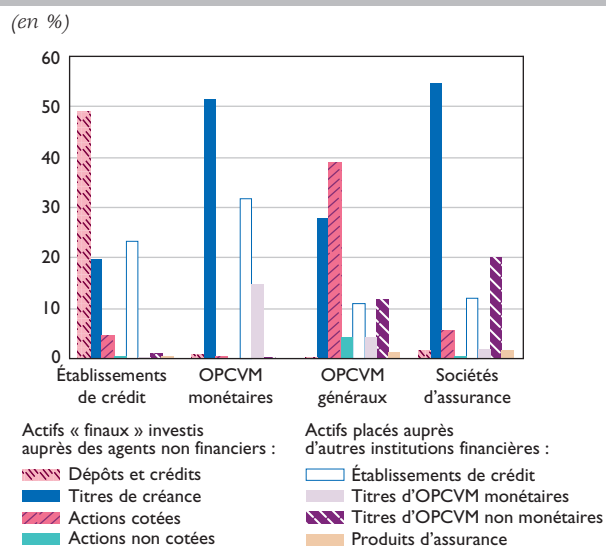
- Les *OPCVM monétaires* placent 53 % de leurs actifs directement auprès des agents non financiers, principalement sous forme de titres de créance. Près d'un tiers (32 %) de leurs placements sont effectués auprès des établissements de crédit et près d'un sixième (15 %) sont internes au secteur (détention de titres d'OPCVM monétaires par des OPCVM monétaires).

- Les *OPCVM généraux* investissent directement en titres émis par des agents non financiers près de 71 % de leurs actifs, notamment en actions cotées (39 % des actifs). Les 29 % restants sont constitués de placements auprès des intermédiaires financiers, dont 12 % en titres d'OPCVM généraux et 11 % auprès des établissements de crédit.

- Les *sociétés d'assurance* investissent très majoritairement leurs ressources en actifs « finaux » émis par des agents non financiers (63 %) et placent le solde auprès d'autres intermédiaires financiers, surtout auprès des OPCVM généraux (20 %) et des établissements de crédit (12 %). Les titres de créance prédominent au sein de leur portefeuille d'actifs, puisqu'ils en représentent près de 55 %.

Le graphique ci-après présente la structure des placements des différentes catégories d'institutions financières.

Graphique 3 Structure des placements des institutions financières



Source : Banque de France, DESM-SESOF

2 | La destination finale des placements des ménages

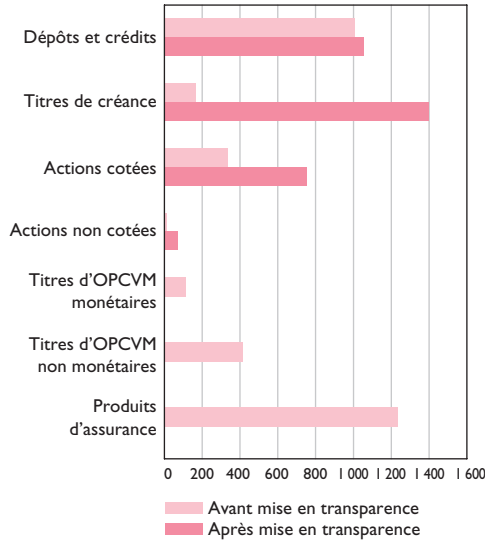
2 | 1 Une vision différente de l'allocation des placements

La mise en transparence des placements intermédiés modifie bien évidemment de manière très sensible la structure par instrument du patrimoine financier des ménages. Tout d'abord, par construction, les placements en titres d'OPCVM et en produits d'assurance disparaissent. Ensuite, les titres de créance, très peu détenus de manière directe par les ménages, voient leur part augmenter pour atteindre près de la moitié des emplois finaux des patrimoines financiers. Enfin, la part des actions est aussi fortement accrue, tandis que celle des dépôts-crédits est inchangée¹. Ainsi, la part des emplois finaux de l'épargne des ménages exposés aux fluctuations des marchés financiers se révèle sensiblement plus importante que dans les portefeuilles primaires des ménages.

¹ Étant entendu que la mise en transparence des établissements de crédit conduit, pour une bonne part, à substituer aux dépôts bancaires détenus par les ménages des crédits aux agents non financiers.

Graphique 4 Montant des actifs investis par les ménages

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

emplois en actifs finaux). L'intermédiation des établissements de crédit y contribue également de manière significative (224 milliards d'euros) bien que les titres de créance représentent une proportion moins importante de leurs investissements.

Les placements des ménages en actions, cotées et non cotées, sont également fortement accrus. Les OPCVM généraux allouent notamment plus de la moitié des fonds collectés auprès des ménages aux actions cotées (54 %, soit environ 580 milliards d'euros). De même, ces organismes portent la plus grande partie des actions non cotées attribuées aux ménages (63 milliards d'euros), n'y affectant toutefois pas plus de 6 % des fonds collectés auprès de ces derniers.

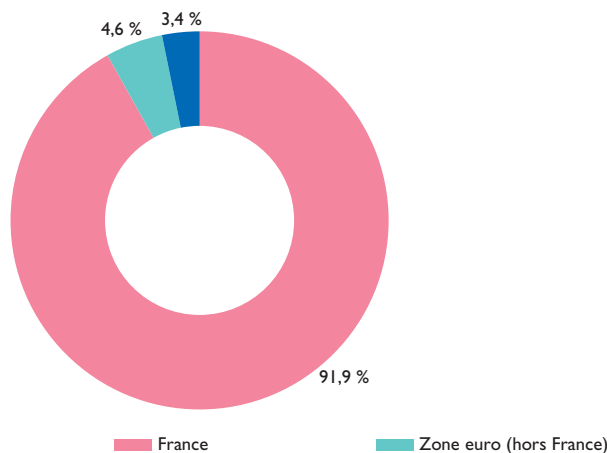
2 | 2 L'intermédiation financière contribue à la diversification internationale des placements des ménages...

La très forte proportion des titres de créance détenus indirectement par les ménages témoigne des effets de l'intermédiation des sociétés d'assurance et également des OPCVM monétaires qui investissent massivement dans ces actifs (respectivement 1 087 milliards d'euros et 107 milliards d'euros, soit 86 % et 97 % de leurs

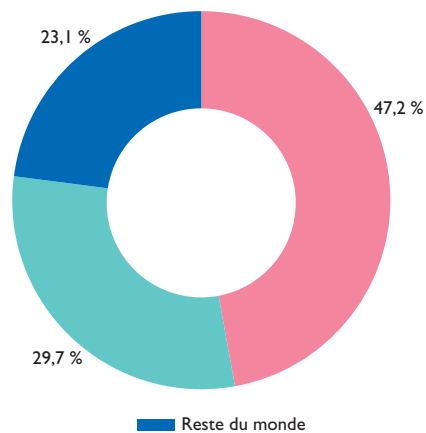
placements, dont 4,6 % dans la zone euro et 3,5 % auprès du reste du monde (cf. graphiques ci-dessous).

Graphiques 5 et 6 Structure d'affectation par zone géographique des actifs finaux des ménages

Avant mise en transparence



Après mise en transparence



Source : Banque de France, DESM-SESOF

2 À défaut de pouvoir mettre en transparence les institutions financières non résidentes, on considère ici comme des actifs finaux l'ensemble des avoirs des ménages sur les non-résidents, qu'il s'agisse d'agents non financiers ou financiers (cf. Annexe n° 1 « Concepts, données et sources »).

Après mise en transparence, la part des actifs « finaux » des ménages français finançant les non-résidents passe à plus de la moitié (dont près de 30 % vers la zone euro et 23 % vers le reste du monde) et celle de leurs avoirs sur des agents non financiers résidents tombe à 47 %. Les institutions financières jouent donc un rôle-clé dans la diversification géographique des emplois de l'épargne des ménages.

En effet, sur 1 euro placé auprès de celles-ci, en moyenne 57 centimes sont finalement réinvestis en actifs sur des non-résidents. Cette proportion est encore plus élevée s'agissant des OPCVM monétaires, puisque pour 1 euro placé auprès d'eux, 83 centimes sont réinvestis en actifs sur des non-résidents, dont 47 centimes sur des signatures de la zone euro hors France.

S'agissant des titres de créance, les OPCVM monétaires et les sociétés d'assurance canalisent respectivement 64 % et 70 % de leurs placements vers la zone euro dans son ensemble – France comprise. La zone euro offre, en effet, aux investisseurs institutionnels l'accès à un éventail d'émetteurs et de lignes de titres beaucoup plus large que le marché national et exempt de toute exposition au risque de change.

Globalement, les titres de créance indirectement affectés au patrimoine financier des ménages français sont majoritairement émis par des résidents de la zone euro hors France (53 % des montants après réaffectation, soit 650 milliards d'euros) ou des signatures du reste du monde (25 %), la part des émetteurs français étant un peu moins élevée (22 %).

En revanche, les réaffectations d'actions cotées concernent d'abord des titres français (40 % des montants réaffectés, soit 166 milliards d'euros), puis de la zone euro hors France (30 %) et du reste du monde (30 %). C'est principalement la mise en transparence des OPCVM généraux qui fait croître le montant des actifs finaux détenus par les ménages sous la forme d'actions cotées.

Enfin, concernant les actions non cotées, les réallocations les plus substantielles portent sur les titres d'émetteurs implantés hors de la zone euro (29 milliards d'euros), puis sur ceux émis par les résidents de la zone euro hors France (19 milliards d'euros) et ceux des émetteurs français (11 milliards d'euros).

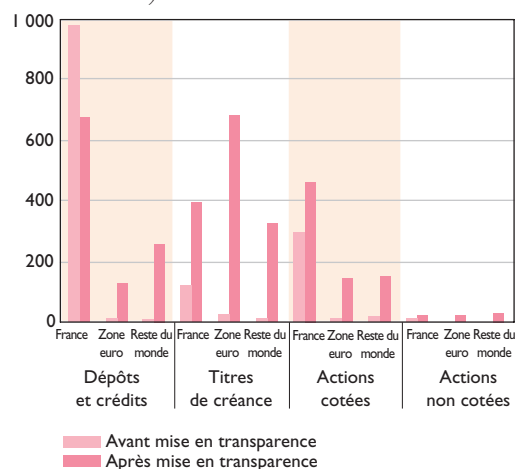
2|3 ... mais ne fait que légèrement baisser leur part investie en euros

Avant mise en transparence de leurs placements intermédiés, les ménages n'investissent que 5 % de leur patrimoine financier en devises. Environ 16 % des actifs « finaux » qu'ils détiennent directement sont placés en devises (soit 70 milliards d'euros) mais cette proportion tombe à moins de 1 % s'agissant de leurs actifs « intermédiés ».

Après mise en transparence des institutions financières, la proportion d'actifs finaux des ménages libellés en devises passe de 5 % à 16 % du total de leurs avoirs financiers. Ce renforcement de la part des actifs en devises est essentiellement dû aux allocations d'actifs des établissements de crédit et des compagnies d'assurance. Les actifs finaux libellés en devises sont principalement des titres de créance et, dans une moindre mesure, des actions cotées, voire des opérations de dépôt ou de crédit.

Graphique 7 Répartition des emplois par zone géographique (France, zone euro hors France et reste du monde)

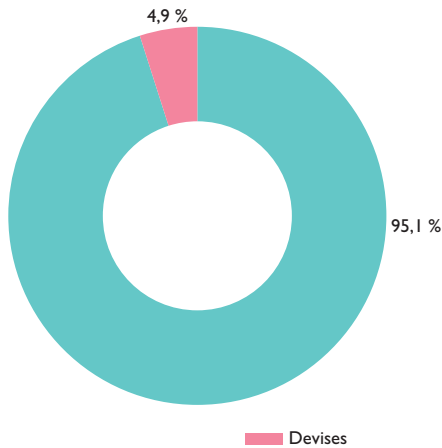
(en milliards d'euros)



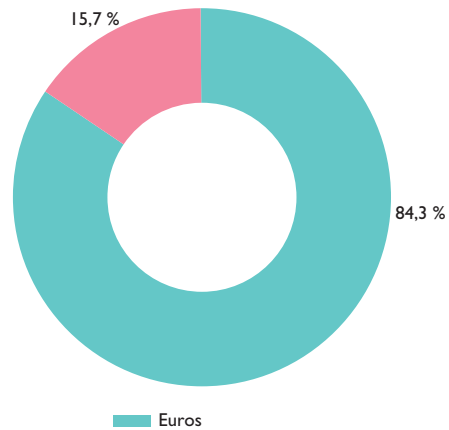
Source : Banque de France, DESM-SESOF

Graphiques 8 et 9 Proportion des actifs finaux libellés en euros et devises

Avant mise en transparence



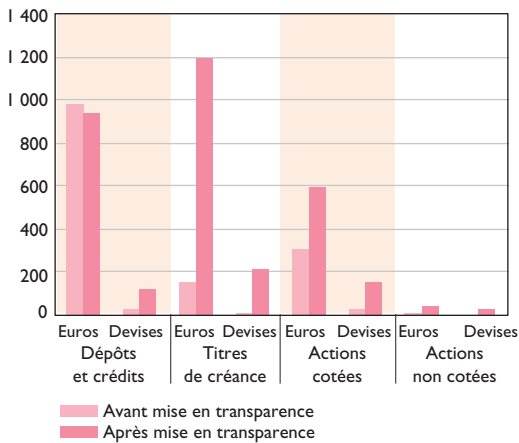
Après mise en transparence



Source : Banque de France, DESM-SESOF

Graphique 10 Comparaison de la détention d'actifs avant et après mise en transparence

(en milliards d'euros)

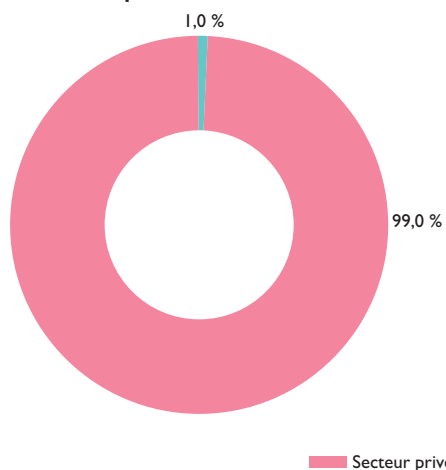
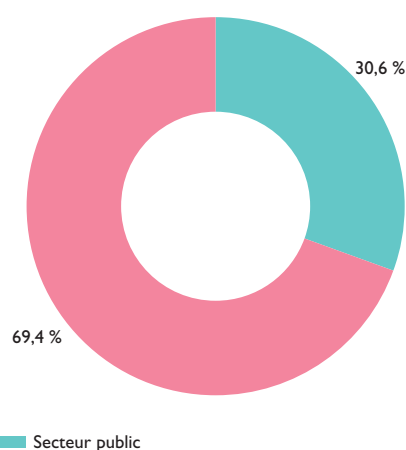


Source : Banque de France, DESM-SESOF

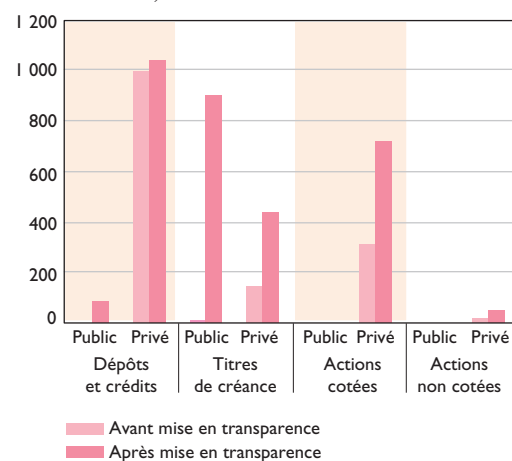
2 | 4 Les placements des ménages s'orientent largement vers les titres des administrations publiques françaises et de la zone euro

Après mise en transparence des institutions financières, la part des placements des ménages allouée au financement des administrations publiques françaises et des autres pays de la zone euro s'accroît de manière très significative, passant d'un niveau négligeable (14 milliards d'euros, soit 1 %), à près d'un tiers (1 093 milliards d'euros, soit 31 %).

Ainsi, les institutions financières réinvestissent une bonne part des fonds qu'elles collectent auprès des ménages en titres de dette publique. L'intensité de ce réinvestissement est toutefois variable selon les catégories d'intermédiaires financiers.

Graphiques 11 et 12 Partage des actifs finaux des ménages entre financement des administrations publiques et du secteur privé
Avant mise en transparence

Après mise en transparence


En effet, pour 1 euro placé auprès des sociétés d'assurance et des OPCVM monétaires, respectivement 54 et 51 centimes sont réinvestis en titres publics. En revanche, les établissements de crédit canalisent davantage l'épargne des ménages vers le financement du secteur privé (c'est-à-dire essentiellement les entreprises non financières et les ménages) auquel sont alloués 79 % des fonds collectés auprès de ces derniers.

Graphique 13 Répartition de l'actif des ménages entre les secteurs public et privé
(en milliards d'euros)

Source : Banque de France, DESM-SESOF

Au total, la mise en transparence des intermédiaires financiers révèle que ceux-ci emploient principalement les flux d'épargne collectés auprès des ménages à l'acquisition de titres de dette publique. Ces emplois finaux apparaissent dans le même temps assez diversifiés au plan géographique, une bonne part étant investie hors de France, en actifs des autres pays de la zone euro ainsi que du reste du monde.

Annexe I

Concepts, données et sources

L'étude porte sur les actifs financiers détenus à fin 2006 par les ménages français, y compris les entrepreneurs individuels, mais hors les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM). Elle prend en compte l'ensemble des actifs financiers recensés par la comptabilité nationale, à l'exception des « autres comptes à recevoir ou à payer » et des « produits dérivés ». Ces actifs sont répartis entre actifs « finaux » et actifs « intermédiés ».

Les ménages détiennent :

- des actifs « intermédiés », constitués de ressources mises à la disposition des agents financiers (établissements de crédit, entreprises d'investissement, OPCVM, sociétés d'assurance) ;
- des actifs « finaux » détenus en direct et constitués d'avoirs sur les agents non financiers. Les agents non financiers sont les ménages eux-mêmes, les sociétés non financières, les administrations publiques, les ISBLSM et les non-résidents.

Les actifs finaux sur les secteurs non financiers ont pour support les instruments suivants :

- les dépôts et crédits, regroupés en une seule catégorie ;
- les titres de créance ;
- les actions cotées ;
- les actions non cotées.

Les actifs intermédiés sont constitués de placements auprès des agents financiers réalisés sur les supports suivants :

- tous les instruments évoqués précédemment comme supports des actifs finaux ;
- les titres d'OPCVM monétaires ;
- les titres d'OPCVM généraux et titres de fonds d'investissement divers ;
- les provisions techniques d'assurance.

Les actifs sont répartis selon trois critères :

- l'appartenance au secteur des administrations publiques ou au secteur privé des agents financés (créances sur le secteur privé ou sur les administrations publiques de la zone euro)¹ ;
- leur monnaie de libellé (euro ou devises) ;
- la zone de résidence des bénéficiaires finaux des financements : France/zone euro/reste du monde.

¹ Les données disponibles permettent difficilement d'identifier de manière systématique les opérations réalisées avec des administrations publiques autres que celles de la zone euro.

Différentes sources d'informations ont été utilisées afin de constituer les séries de données auxquelles sont appliqués les calculs. Les principales sont les suivantes :

Les comptes financiers trimestriels (CFT)

Les CFT fournissent des informations en « qui-à-qui »² pour les opérations de dépôt et de crédit ainsi que pour la détention des ménages en OPCVM et en produits d'assurance.

Cependant, ces informations ne permettent pas toujours de faire la distinction entre les contreparties publiques et privées, notamment pour des opérations réalisées avec les non-résidents. Aussi, les dépôts et les crédits des ménages et des sociétés d'assurance vis-à-vis des non-résidents de la zone euro ont été considérés comme effectués avec des contreparties du secteur privé.

Le portefeuille-titres des sociétés d'assurance

Les portefeuilles-titres d'un échantillon de compagnies d'assurance permettent d'estimer la structure en « qui-à-qui » des actifs financiers détenus par ce secteur : à partir du code de chaque titre, on identifie le code SIREN de son émetteur puis son secteur institutionnel de rattachement en comptabilité nationale.

Ce traitement permet, après calage sur les encours des CFT, d'obtenir la détention de titres de créance et d'actions cotées des compagnies d'assurance en « qui-à-qui ». Les données de la nouvelle enquête « Protide » (cf. *infra*) permettent également de compléter certaines décompositions.

Les données sur les OPCVM

La base de données sur les OPCVM gérée par la Banque de France permet d'établir le portefeuille en « qui-à-qui » des OPCVM monétaires et généraux en titres de créance et en actions et également de ventiler sur leurs opérations de refinancement.

L'enquête auprès des conservateurs sur la détention de titres (collecte « Protide »)

La collecte « Protide », mise en place récemment par la Banque de France, vise à mesurer la détention par les agents économiques de titres inscrits en compte chez les établissements déclarants, que ces titres soient émis par des résidents ou par des non-résidents.

Les données collectées auprès d'un échantillon de déclarants ont permis d'obtenir les montants de titres de créance et d'actions détenus par les ménages et par le secteur des institutions financières monétaires.

² Les données des statistiques financières sont dites établies en « qui-à-qui » lorsque, pour une opération donnée, elles permettent d'identifier à la fois le secteur créancier et le secteur débiteur. Aisées à obtenir pour les opérations de dépôts et de crédits avec les IF, les données de « qui-à-qui » sont plus délicates à établir pour les opérations sur titres, notamment parce que l'émetteur n'a pas toujours une connaissance précise de la répartition par secteur détenteur.

Annexe 2

La mise en transparence des institutions financières

La ventilation des placements des ménages en fonction de leur destination finale est obtenue en appliquant une méthode de calcul matriciel initialement développée par M. Boutillier¹. Dans le prolongement de travaux récemment menés à la Banque de France², la mise en transparence a été étendue à l'ensemble des intermédiaires financiers (IF).

On considère comme actifs finaux l'ensemble des financements dont bénéficient directement les agents non financiers (ANF) : ménages, sociétés non financières résidentes, administrations publiques, institutions sans but lucratif au service des ménages et non-résidents. Les institutions financières sont les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (EC), les OPCVM monétaires (OM), les OPCVM généraux (OG) et les sociétés d'assurance (SA).

Soit le vecteur f des montants d'actifs finaux détenus directement par les ménages sur des ANF :

$$f = \begin{pmatrix} dc \\ tc \\ ac \\ an \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \text{Dépôts et crédits} \\ \text{Titres de créance} \\ \text{Actions cotées} \\ \text{Actions non cotées} \end{pmatrix}$$

Soit le vecteur b correspondant aux montants investis par les ménages auprès des différentes catégories d'IF, tous actifs confondus :

$$b = \begin{pmatrix} EC \\ OM \\ OG \\ SA \end{pmatrix}$$

Soit enfin le vecteur e correspondant au portefeuille total des ménages et donc à la juxtaposition des vecteurs f et b :

$$e = \begin{pmatrix} f \\ b \end{pmatrix}$$

On définit ensuite la matrice A des parts des différents types d'actifs finaux dans le bilan des différentes catégories d'IF.

$$A = \begin{pmatrix} a_{dc}^{EC} & a_{dc}^{OM} & a_{dc}^{OG} & a_{dc}^{SA} \\ a_{tc}^{EC} & a_{tc}^{OM} & a_{tc}^{OG} & a_{tc}^{SA} \\ a_{ac}^{EC} & a_{ac}^{OM} & a_{ac}^{OG} & a_{ac}^{SA} \\ a_{an}^{EC} & a_{an}^{OM} & a_{an}^{OG} & a_{an}^{SA} \end{pmatrix}$$

1 Cf. M. Boutillier, A. Labye, C. Lagoutte, N. Lévy, A. Mapacko Priso, V. Oheix, S. Justeau et B. Séjourné (2002) : « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur », *Économie et Statistiques*, n° 354. Une version plus récente et plus exhaustive (États-Unis et Japon) a été rédigée par Boutillier, Lévy et Oheix (2007) : « Financial intermediation in developed countries: heterogeneity, lengthening and risk transfer », *document de travail, Économie* n° 2007-22, Université Paris X.

2 Cf. D. Marionnet (2006) : « The final financial investment of French households », présenté à la conférence de l'Irving Fisher Committee, Bâle, août.

La matrice B est constituée des parts dans le bilan de chacune des catégories d'IF de leurs actifs sur des IF. Sur la diagonale figure donc la part d'actif que chaque famille d'IF détient sur elle-même.

$$B = \begin{pmatrix} b_{EC}^{EC} & b_{EC}^{OM} & b_{EC}^{OG} & b_{EC}^{SA} \\ b_{OM}^{EC} & b_{OM}^{OM} & b_{OM}^{OG} & b_{OM}^{SA} \\ b_{OG}^{EC} & b_{OG}^{OM} & b_{OG}^{OG} & b_{OG}^{SA} \\ b_{SA}^{EC} & b_{SA}^{OM} & b_{SA}^{OG} & b_{SA}^{SA} \end{pmatrix}$$

Les catégories d'IF créancières sont représentées en colonne et les catégories débitrices en ligne. Les coefficients de cette matrice sont également des pourcentages du total de l'actif des catégories d'IF créancières.

On construit ensuite la matrice P à partir des matrices A et B définies ci-dessus.

$$P = \begin{pmatrix} I_4 & A \\ 0 & B \end{pmatrix}$$

En multipliant le vecteur e par la matrice P , on obtient le vecteur $e_1 = (Pe)$ qui enregistre une première réaffectation de l'épargne des ménages placée auprès des IF.

$$e_1 = P.e = \begin{pmatrix} f + Ab \\ Bb \end{pmatrix}$$

Le terme Ab enregistre la répartition entre les différentes classes d'actifs finaux des avoirs b détenus par les ménages auprès des différentes catégories d'IF, proportionnellement à leur part dans le bilan de chacune de ces catégories. Le terme Bb représente la répartition des avoirs des ménages b entre les actifs sur les différentes catégories d'IF, proportionnellement à leur part dans le bilan de chacune de ces catégories.

En répétant l'opération de multiplication du vecteur e_1 par la matrice P , on réaffecte en actifs finaux des ménages une nouvelle part du vecteur Bb des actifs intermédiaires :

$$e_2 = P.e_1 = \begin{pmatrix} f + Ab + ABb \\ B.Bb \end{pmatrix}$$

Au terme de n itérations de ce processus, on obtient le résultat suivant :

$$e_n = \begin{pmatrix} f + (A + AB + \dots + AB^{n-1}) b \\ B^n b \end{pmatrix}$$

Comme tous les éléments de A et de B appartiennent à l'intervalle $[0,1]$ (car A et B sont des matrices de proportions), B^n tend vers 0 quand n tend vers l'infini.

Par ailleurs, la série $A + AB + AB^2 + \dots + AB^{n-1}$ converge vers $A(I_4 - B)^{-1}$ quand n tend vers l'infini.

en tend donc vers :

$$e_n = \begin{cases} f + A(I - B)^{-1} \cdot b \\ 0 \end{cases}$$

Et en définitive, le vecteur f^* des montants investis dans chacun des actifs finaux est donné par :

$$f^* = f + A(I_4 - B)^{-1} \cdot b$$