

COMMISSARIAT GÉNÉRAL
DU PLAN

***La place des actions
dans le patrimoine des ménages
Mesure et comparaisons internationales***

Président
Olivier Garnier

Rapporteurs
Guilhem Bentoglio
Annick Guilloux

Décembre 2002

Remerciements

de

Olivier Garnier

Ce rapport est issu d'un groupe de travail qui a réuni une trentaine d'experts d'origines diverses (administrations, organismes d'études, entreprises) entre l'automne 2001 et l'été 2002. Il a ainsi bénéficié d'une grande richesse de compétences et de points de vue. Que chacun des membres de ce groupe soit vivement remercié pour le temps, l'expertise et les suggestions qu'il a bien voulu apporter à ce travail.

Son objectif premier étant de fournir un état des lieux statistique sur la détention d'actions par les ménages, ce rapport n'aurait pas pu être mené à bien sans les contributions des équipes de la Banque de France et de l'INSEE. Je leur sais tout particulièrement gré non seulement d'avoir mis à notre disposition leurs données et enquêtes et réalisé à notre demande des traitements statistiques spécifiques, mais aussi d'avoir apporté des suggestions constructives par leur relecture attentive. Je souhaiterais aussi remercier l'Observatoire de l'épargne européenne, dont les études nous ont été fort utiles en matière de comparaisons internationales. Outre les questions statistiques, les analyses présentées ici ont également été stimulées et enrichies par de nombreuses contributions orales et écrites sur des thèmes spécialisés, fournies par des experts membres ou non du groupe. Je leur exprime ma très grande reconnaissance.

Je tiens par ailleurs à rappeler que ce rapport s'inscrit dans un programme de travail du Commissariat général du Plan sur le financement de l'économie, coordonné par Michèle Debonneuil. Il a donc bénéficié des réflexions menées parallèlement dans les quatre autres groupes techniques constitués dans ce cadre, avec une mention toute particulière pour celui consacré à l'estimation des actions non cotées, présidé par Jean-Pierre Milot : les travaux de ce groupe nous ont en effet permis de disposer d'un chiffrage plus affiné de la valeur du patrimoine en actions non cotées des ménages français qui constituent la plus grosse part de leurs avoirs en actions. Que Michèle Debonneuil soit personnellement remerciée pour avoir su impulser, coordonner et animer l'ensemble de ces réflexions avec imagination et ouverture.

Permettez-moi enfin d'exprimer toute ma gratitude à Guilhem Bentoglio et Annick Guilloux, rapporteurs, qui ont eu la lourde tâche d'assurer la synthèse de ce travail collectif. Ce rapport doit très largement à leur professionnalisme, leur rigueur et leur compétence. L'assistance efficace et le dévouement de Marie-Ange Guimelli ont en outre constitué pour eux une aide précieuse. Au nom de l'ensemble des membres du groupe, qu'ils en soient chaleureusement remerciés.

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	7
--------------------	---

INTRODUCTION	9
--------------------	---

PARTIE I - LA PART DES ACTIONS DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN FRANCE ET À L'ÉTRANGER		13
1. Le poids des actions détenues par les ménages français en comparaison internationale		14
1.1. Reconsidérer l'évaluation des actions non cotées en France		19
1.2. La détention directe et indirecte d'actions cotées et non cotées		23
2. Les dynamiques de détention		29
2.1. Un déclin relatif du non-coté		31
2.2. Une détention indirecte encore peu développée mais en nette progression dans tous les pays d'Europe continentale		32
2.3. Le développement de l'épargne collective n'agit pas mécaniquement sur la structure des portefeuilles		41
2.4. L'influence prépondérante des effets de valorisation		43
3. Identification des déterminants de la détention d'actions.....		46
3.1. Peu d'éléments explicatifs au regard des écarts de rendements des différents placements		46
3.2. Identification des spécificités françaises		54

PARTIE II - LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT PARMIS LES MÉNAGES ET LE PROFIL DES DÉTENTEURS.....		59
1. Détention d'actions ou d'OPCVM long terme ou d'assurance-vie		61
1.1. Plus d'un quart des ménages français détient des actions, des OPCVM long terme ou de l'assurance-vie en 1991, et plus d'un tiers des ménages en 1997		61
1.2. Un intérêt grandissant pour les produits collectifs contenant potentiellement des actions		62
1.3. Forte progression de la détention directe d'actions		62
1.4. Essai de chiffrage du pourcentage de ménages détenteurs d'actions en direct ou en indirect		63
2. Un actionnariat très concentré.....		66
3. Entre 1991 et 1997, la hausse du poids des actions dans le patrimoine financier des ménages résulte d'une plus grande diffusion		69

4. Profil socio-démographique des détenteurs	70
4.1. Détention d'actions en vue de la préparation à la retraite : Impact de l'âge sur la détention d'actions.....	70
4.2. Impact de la catégorie socio-professionnelle	71
5. Comparaisons internationales	73
5.1. Une progression importante de la détention d'actions par les ménages.....	73
5.2. La diffusion des actions parmi les différentes catégories de ménages est contrastée.....	75
5.3. Détention d'actions et classes d'âge	75
5.4. Détention d'actions et formation initiale.....	76
5.5. Concentration.....	76
Conclusion	79
<hr/>	
ANNEXES	81
Annexe 1 Fonds d'investissement dans le monde et placement en action (contribution de C. Pardo)	83
Annexe 2 Les principaux résultats obtenus par les enquêtes sur la participation, l'intéressement, l'actionnariat salarié	85
Annexe 3 L'énigme de la prime de risque (contribution de M.-A. Kleinpeter).....	87
Annexe 4 Les actifs détenus « collectivement » par les ménages dans leur patrimoine ou dans le patrimoine de l'État (contribution de M.-A. Kleinpeter).....	91
Annexe 5 Les dispositifs réglementaires et fiscaux en France et leur évolution (contribution de E. Bretin et S. Doisy)	97
Annexe 6 Fiscalité des produits d'épargne : une comparaison internationale (contribution de Th. Laurent et Y. l'Horty)	105
Annexe 7 Exploitation des montants de l'enquête patrimoine.....	113
Annexe 8 Les enjeux de la diffusion de la détention d'actions par les ménages via l'épargne salariale.....	117
Bibliographie	121
Membres du groupe « Actionnariat des ménages ».....	125
Contributions au groupe	129
<hr/>	

Avant-propos

par

Jean-Michel Charpin
Commissaire au Plan

Il y a des sujets propices à des positionnements idéologiques, sur lesquels beaucoup négligent de documenter leurs opinions et les fondent sur des anecdotes ou des préjugés. La place des actions dans le patrimoine des ménages et le financement des entreprises en fait partie. À la décharge des protagonistes intervenant sur ce sujet, il faut dire que les statistiques officielles sont troublantes.

D'après les comptes nationaux, la part des actions détenues directement dans le patrimoine financier des ménages français se montait à 38 % en 1999, à comparer à 22 % aux États-Unis, 18 % au Royaume-Uni et 16 % en Allemagne. En y ajoutant les actions détenues indirectement, la France se retrouvait au même niveau que les États-Unis et le Royaume-Uni, largement devant l'Allemagne. Ces statistiques sont en réel décalage par rapport à la perception que la France a longtemps favorisé l'épargne administrée par rapport à l'épargne en actions, et que les grandes entreprises françaises cotées ont un actionnariat très ouvert aux non-résidents. Avant de discuter des évolutions souhaitables, il faut arriver à clarifier le diagnostic de la situation.

Dans le cadre de son programme de travail défini par le Premier ministre, le Commissariat général du Plan a lancé en 2001 une réflexion sur le financement de l'économie française. L'objectif était principalement de s'interroger sur la place prise, en France et dans les principaux pays industrialisés, par le financement par actions. Cinq groupes de travail ont été mis en place sous la responsabilité de Michèle Debonneuil, portant sur les principales questions statistiques et économiques soulevées par le rôle croissant de la finance de marché. Un premier groupe a travaillé sur l'estimation de la valeur des sociétés non cotées ; son rapport a été diffusé en septembre. Un deuxième, traitant de « rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », a été publié en octobre. Le troisième, diffusé en novembre, étudie l'appréhension des groupes d'entreprises par l'appareil statistique français. Le présent rapport présente les conclusions du quatrième groupe, « Actionnariat des ménages », présidé par

- Avant-propos -

Olivier Garnier, que je remercie vivement ainsi que ses rapporteurs pour l'ampleur et la qualité du travail accompli. Le dernier groupe vient d'achever ses travaux, et le Commissariat général du Plan va établir une synthèse des conclusions des cinq groupes.

Compte tenu des incertitudes statistiques auxquelles on a fait allusion, le rapport cherche à approcher de façon aussi satisfaisante que possible la part des actions dans le patrimoine des ménages français, en la comparant à ce qu'on observe dans les autres pays. Il en conclut que cette part est en fait proche de celle de l'Allemagne, et significativement inférieure à celle des États-Unis et du Royaume-Uni. De plus, les travaux statistiques confirment le rôle prépondérant des effets de valorisation dans les variations d'encours, mais aussi le rôle de la diffusion croissante de la détention au sein des ménages dans la hausse tendancielle de la part des actions dans les patrimoines. Enfin, l'extrême concentration de la répartition des actions se retrouve dans tous les pays, même ceux qui, comme les États-Unis ou le Royaume-Uni, ont une base de détention plus large que la France.

Ces éléments, en eux-mêmes, ne permettent de trancher aucun débat, mais ils les éclairent. Comment en effet pourrait-on discuter utilement de l'épargne retraite, de l'épargne salariale, de la fiscalité sur les actions, des privatisations et opérations d'ouverture du capital des entreprises publiques, de la structure de l'actionnariat des entreprises cotées, sans diagnostic précis de la position de la France, notamment par comparaison aux autres pays ? Toute réflexion sur des changements doit partir d'une vraie connaissance de la situation de départ. C'est l'objet même de ce rapport que d'apporter des points de repère fermes, afin de permettre au débat de se développer de façon documentée.

INTRODUCTION

Depuis une vingtaine d'années, le renforcement de la part des fonds propres par rapport à celle de la dette dans le passif des entreprises cotées et le financement de *start-up* risquées crée de nouveaux besoins d'actions de la part des entreprises. En outre, les privatisations d'une grande partie des entreprises nationales et l'ouverture du capital d'entreprises non cotées ont contribué à augmenter l'offre d'actions sur le marché. La demande d'actions a quant à elle pu être stimulée par l'augmentation du niveau de vie et du patrimoine des ménages, des rendements boursiers particulièrement élevés et le développement de la gestion collective qui a permis de réduire les risques et les servitudes de suivi inhérents à une détention d'actions en direct. Tous ces facteurs ont-ils de façon significative entraîné un développement de l'actionnariat des ménages ?

Face à ce questionnement, de nombreux commentaires ont été faits sur la faible détention d'actions par les ménages français, notamment par rapport au cas américain. Or, cet argument du déficit de détention d'actions par les ménages français s'est appuyé sur certains chiffres à la solidité incertaine et difficilement comparables entre pays (en particulier, pour des raisons de champ et de méthodologie). Au-delà de la dimension purement statistique, le poids et la forme de détention des actions dans le patrimoine des ménages éclairent trois principaux enjeux :

- Le premier concerne la spécificité du système de financement en France et plus précisément la distance qui le sépare de la finance de marché de type anglo-saxon. Les conclusions concernant cette discussion ne sont pas si clairement établies. Les processus de privatisation, le poids croissant de la capitalisation boursière en pourcentage du PIB, la montée du financement par fonds propres dans le passif des entreprises sont souvent avancés pour caractériser la mutation du système de financement français d'une finance de banque vers une finance de marché. Dans le même temps, le thème d'un déficit de détention d'actions en France revient de façon récurrente. Sont évoqués tour à tour ou conjointement l'aversion au risque plus élevée chez les ménages français que chez leurs homologues anglo-saxons, le système de retraite qui prive les ménages de supports diversifiés et d'intermédiaires spécialisés du type des fonds de pension au Royaume-Uni ou aux États-

- Introduction -

Unis, une fiscalité pénalisante sur les placements longs... La présence particulièrement importante des investisseurs étrangers dans le capital des grandes entreprises cotées serait le symptôme le plus apparent de ce rationnement des entreprises résidentes sur le marché national des titres.

- Le second enjeu concerne la nature de la gouvernance : le poids des actions dans le portefeuille financier des ménages, leur forme de détention directe ou indirecte, la structure de l'actionnariat et notamment le partage de la détention entre actions cotées et non cotées, vont déterminer la forme du contrôle qui s'exerce sur les entreprises. La présence d'un actionnariat minoritaire flottant ou instable sur des supports aisément négociables agit sur le caractère plus ou moins actif de ce que l'on appelle précisément le « marché du contrôle » (celui où s'échangent les droits de contrôle par le biais des OPA notamment). La Bourse joue alors un double rôle. D'abord, c'est un marché de titres qui produit une évaluation publique permanente des entreprises. Ensuite, en cas de conflit stratégique entre le groupe de contrôle et les actionnaires minoritaires actifs, la menace d'*exit* de ces derniers suffit à faire baisser la valeur boursière et à augmenter les risques d'opération publique d'achat. Cette logique induit un mode de contrôle indirect des actionnaires minoritaires par menace, qualifié selon certaines typologies de « contrôle par le marché ». Elle est en principe favorable aux restructurations par fusion et démembrement d'entreprise. À l'inverse, la concentration de la propriété sur un noyau dur de détenteurs des fonds propres relativement stable instaure un « contrôle direct par les actions ». Dans les systèmes financiers à dominance de marché, les actionnaires majoritaires sont souvent des investisseurs institutionnels qui disposent d'un large portefeuille diversifié et font preuve d'activisme. Les institutions financières qui ont des engagements contractuels à l'égard de leurs clients organisent un style de gouvernance fondé sur la promotion de règles et d'outils objectifs d'analyse de la performance. Les entreprises sont sous la pression permanente d'exigences concernant leur performance financière. Enfin, dans les systèmes à faible dominance des marchés organisés, l'actionnariat stable et concentré sur les titres non cotés traduit la permanence d'un capitalisme familial dont le type de gouvernance diffère à nouveau des deux cas de figure précédents.
- En troisième lieu, le poids des actions est une donnée essentielle pour caractériser les risques et les rendements espérés associés aux patrimoines des ménages. La montée en puissance des actions à l'actif des ménages a alimenté en particulier deux discussions majeures dont les termes varient selon l'horizon temporel auquel elles se réfèrent :

- à court terme, les rendements espérés des portefeuilles en actions et leur instabilité chronique ont conduit à un questionnement sur les nouvelles caractéristiques cycliques des économies compte tenu du rôle croissant des effets de richesse dans les comportements de consommation ;
- à plus long terme, la question des rendements espérés est intimement liée à celle des comportements de capitalisation adaptés pour affronter le choc du vieillissement à partir de 2005.

Face à l'éclatement des sources et au caractère parcellaire de certaines informations, un travail de mise en cohérence statistique et de retraitement des données constitue un préalable indispensable pour apprécier l'évolution de l'actionnariat des ménages et de son éventuel impact. Le contexte actuel de crise de confiance et de chute des marchés boursiers rend d'autant plus utile un état des lieux statistique.

C'est pour répondre à ce besoin qu'a été mis en place le groupe « Actionnariat des ménages » dans le cadre de la réflexion « Le financement de l'économie française. Une approche comparative » du programme de travail du Commissariat général du Plan défini par le Premier ministre.

Ce rapport évalue l'importance des actions en tant que composante du patrimoine financier des ménages dans divers pays de l'OCDE. Son but n'est pas de définir le niveau optimal de détention d'actions par les ménages, ce qui ne pourrait être réalisé qu'à partir d'une étude approfondie des interactions entre les différents acteurs de l'économie française et mondiale. Il cherche plutôt à identifier les spécificités qui expliquent les différences de comportement face à la détention d'actions au plan international.

La première partie du rapport retrace les grandes évolutions de la place des actions dans le patrimoine financier des ménages français au cours des vingt-cinq dernières années, comparativement aux autres pays, à partir des données des comptabilités nationales. Les actions sont comprises au sens large, qu'elles soient détenues directement ou indirectement, cotées ou non cotées. Pour ces dernières, l'analyse s'appuie sur les conclusions du rapport « Actions non cotées »¹. Comme dans la plupart des pays de l'OCDE, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages s'est développée en France (elle est passée de 12 % en 1977 à 30 % en 2001), avec des fluctuations plus ou moins sensibles

(1) Rapport du groupe de travail « Actions non cotées, modes de valorisation et poids économique », présidé par J.-P. Milot, rapporteurs : H. Grandjean et R. Isnard, édité par le CGP, septembre 2002.

- Introduction -

liées essentiellement à l'évolution des cours boursiers et au développement des produits collectifs. Cependant les ménages français continuent de détenir nettement moins d'actions que les ménages anglo-saxons (43 % du patrimoine financier des ménages américains en 2001). Ce poids des actions peut paraître faible au regard de la théorie financière mais s'explique par des spécificités structurelles françaises.

Le seconde partie est consacrée à la distribution des actions entre les ménages. La part des ménages détenant des actions, directement ou indirectement, a significativement augmenté au cours des dix dernières années. Cependant, dans les pays d'Europe continentale, dont la France, elle demeure nettement inférieure à celle des pays anglo-saxons : les trois quarts des ménages français ne détiennent pas d'actions, ni directement, ni indirectement, contre la moitié aux États-Unis. Par ailleurs, comme dans tous les pays, la détention d'actions reste très concentrée (1 % des ménages en 1997 détient presque la moitié du patrimoine en actions).

PARTIE I

La part des actions dans le patrimoine financier des ménages en France et à l'étranger

L'analyse présentée dans cette partie vise à estimer le poids des actions en France dans les actifs financiers des ménages, et à identifier les principales caractéristiques de leur montée en puissance : rôles de la valorisation et de l'intermédiation notamment.

Ce chiffrage se situe en amont des questionnements touchant notamment à l'éventuel rationnement des entreprises sur ce type de support de financement ou concernant le risque porté par les ménages sur cette catégorie d'actifs. Il cherche à clarifier un certain nombre d'ordres de grandeur qui agissent de façon déterminante sur la formulation des débats et leur résolution. L'essentiel des discussions s'est cristallisé par le passé sur une donnée parcellaire concernant le poids des actions cotées dans le patrimoine des ménages et sur le rang de la France au regard de cet indicateur. Selon cette mesure, le classement français apparaît médiocre puisque, pour l'année 1999, l'OEE¹ plaçait la France au 7^e rang d'un échantillon de neuf pays concernant aussi bien la détention directe que la détention indirecte. Elle était en particulier nettement distancée par les pays anglo-saxons, mais aussi par les pays d'Europe du Nord qui faisaient figure de porte-étendard de la nouvelle économie.

Le retraitement des données opéré dans cette partie a pour principal objectif d'améliorer la comparabilité entre pays. Les principales conclusions qui s'en dégagent sont les suivantes :

(1) « *La destination finale de l'épargne des ménages européens* », rapport du contrat du MODEM et du GEAPE avec l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE).

- Partie I -

- La France apparaît en position intermédiaire concernant la détention d'actions. Elle est représentative de la moyenne européenne et en sensible retrait des pays anglo-saxons. Cette hiérarchie semble assez conforme aux spécificités françaises en terme de structure de la propriété du capital et au rôle important joué par les intermédiaires non bancaires de type assurance-vie ou fonds communs de placement dans la réorientation de l'épargne vers les supports à risque.
- La réestimation du poids des actions non cotées dans le total de la détention en actions place la structure française dans une position voisine de la norme européenne, proche des deux tiers. Sur ce point, la France comme l'Europe se démarquent du modèle américain, mais cette distance est moindre que l'on ne le suppose souvent, le non-coté représentant malgré tout plus du tiers de la capitalisation boursière aux États-Unis. Ce poids du non-coté influence massivement le partage entre détentions directe et indirecte.
- On assiste bien en France comme dans la plupart des économies développées à une montée en puissance de la part des portefeuilles en actions, notamment dans la seconde moitié de la décennie 1990. Mais cette hausse tient pour l'essentiel à des effets de valorisation et non à des comportements actifs d'acquisition nette.
- Comme dans les pays anglo-saxons, le déplacement de la détention vers des produits collectifs joue un rôle moteur dans la montée des actions en tant que support final dans le patrimoine financier des ménages. Toutefois, l'allocation d'actifs de ces fonds est moins riche en actions et connaît des transformations moins radicales en France que dans les pays anglo-saxons.

Ces différences trouvent peu d'éléments explicatifs auprès de la théorie des portefeuilles et de la hiérarchie comparée des rendements entre classes d'actifs.

1. Le poids des actions détenues par les ménages français en comparaison internationale

L'analyse présentée dans cette partie a pour but d'évaluer l'ensemble des actions cotées ou non cotées détenues directement ou indirectement par les ménages. La détention d'actions par les ménages ne peut se restreindre à la

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

détention directe. La détention via les titres d'OPCVM ¹ et les contrats d'assurance-vie (contrats en unités de compte) ² s'est en effet largement développée en France ainsi que nous le verrons plus loin. De même, aux États-Unis, la détention d'actions au travers des fonds de pension ou des *mutual funds* constitue un mode majeur de formation de la richesse des ménages. Aussi, les comparaisons internationales présentées ci-après portent-elles sur l'ensemble de la détention directe et indirecte (voir l'**encadré 2** pour le mode d'estimation de la détention indirecte). Les sources utilisées sont les comptes financiers (tableau des opérations financières avant la base 95 du SEC) pour la France et les autres pays européens et « flow of funds » (FOF) pour les États-Unis ³.

Le non-coté est parfois écarté de l'analyse des portefeuilles des ménages pour plusieurs raisons. D'une part, il regroupe des participations dans des entreprises à statuts très disparates allant de la très petite entreprise à la grosse société anonyme non cotée. D'autre part, le non-coté pose des problèmes de valorisation. Enfin, le statut du non-coté est ambigu : le secteur des ménages incluant les entrepreneurs individuels, il est difficile de considérer que ces derniers détiennent ces actions pour de seuls motifs de placement, une partie pouvant être considérée comme un investissement dans l'outil de production.

On ne peut pour autant dans le cadre de la problématique de ce rapport, restreindre l'analyse de l'actionnariat des ménages aux seules actions cotées pour trois raisons :

(1) Organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ils sont organisés essentiellement en deux grandes catégories : les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et les fonds communs de placement (FCP).

(2) Contrat dont les garanties sont exprimées par référence à un ou plusieurs supports : parts ou actions de valeurs mobilières ou immobilières (SICAV, actions, parts de fonds communs de placement, parts de sociétés civiles immobilières). Les garanties des contrats de ce type varient comme les valeurs qui leur servent de référence. Ces contrats sont, pour la plupart, des contrats multisupports, l'un des supports étant en euros.

(3) La réropolation des comptes financiers en base 95 n'est disponible que jusqu'en 1977. Les données des comptes nationaux sont révisées à deux reprises (trois avant la base 95), seules les données de l'année n-3 ayant un caractère définitif. Les révisions sont souvent fortes en ce qui concerne les achats d'actions. Certaines autres études aboutissent à des résultats significativement différents parce qu'elles utilisent des sources non révisées.

- Partie I -

- Les actions cotées ne sont qu'une modalité de la détention de titres de propriété. Les comptes financiers distinguent trois catégories principales de détention directe : les actions cotées, les actions non cotées, les « autres participations ».
- D'après les comptes financiers, les actions cotées, dont la part diffère selon les pays, ne représentent en France que le dixième de cet ensemble, constitué pour la plus grande part d'actions non cotées (81 %). Les autres participations (incluant notamment des parts de SARL, mais aussi de sociétés de type juridique spécifique comme les coopératives et mutuelles) représentent pour leur part 9 % du total, soit presque autant que les actions cotées.
- Enfin, restreindre l'analyse aux actions cotées pose en dynamique d'évidents problèmes de périmètre. Lorsqu'une société est introduite en Bourse (ou retirée de la cote), le champ des actions cotées se modifie sans que la masse globale des actions soit altérée.

Cette partie concerne donc la détention par les ménages de ces trois types de produits ¹ qui participent chacun de la richesse des ménages. Dans une optique de long terme, et en particulier de retraite, il ne peut en outre être question de distinguer entre ce qui ressortirait d'un « placement financier » (à l'instar des actions non cotées) et ce qui constituerait plutôt un « investissement productif » (comme les autres participations) ².

Faute de données systématiquement détaillées, les comparaisons internationales se font d'ailleurs plus aisément sur le total des trois types de produits. La dissociation des produits cotés et non cotés implique l'adjonction d'hypothèses *ad hoc* supplémentaires pour un certain nombre de pays, notamment l'Allemagne, l'Italie et les États-Unis (voir **tableau 1**). Aux États-Unis, par exemple, les *Flows of Funds* (équivalents aux comptes financiers français) ne distinguent pas les actions cotées et non cotées ³. En revanche, une telle

(1) Le terme « actionnariat » (et actions) est donc étendu à l'ensemble des trois produits. Afin de simplifier l'expression, nous appellerons « non-coté » l'ensemble des actions non cotées et des autres participations.

(2) Par exemple, les souscriptions en produit d'assurance-vie tiennent pour une part importante à la liquidation par les entrepreneurs individuels de leur actif productif au moment du passage à la retraite.

(3) Le poste « equity in noncorporate business » du secteur « households and nonprofit organizations » ne correspond en particulier ni aux participations ni aux actions non cotées. Il recouvre essentiellement le patrimoine net des entrepreneurs individuels. Les actions non cotées sont agrégées aux actions cotées, bien qu'elles

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

démarche ne peut d'emblée produire des résultats directement comparables entre pays, étant donné la grande hétérogénéité qui demeure concernant les hypothèses de valorisation des actions non cotés au plan international (voir également **encadré 1**).

Tableau 1
La prise en compte des actions non cotées selon les pays

	Actions non cotées et autres participations différenciées des actions cotées	Méthode
Allemagne	Non différenciées et sous-estimées	<i>Price-to-Book</i> réduit de 30 à 50 %
Espagne	Différenciées	Actualisation des résultats
Finlande	Différenciées et sous-estimées	Valeur comptable
France	Différenciées	SEC 95, <i>Price-to-Book</i>
Italie	Non différenciées	SEC 95, <i>Price-to-Book</i>
Royaume-Uni	Différenciées et probablement sous-estimées	Application partielle du SEC 95
États-Unis	Non différenciées et probablement sous-estimées	À partir des déclarations fiscales lors de transmissions

*Note : Le SEC 95 (dernière version du Système européen des comptes nationaux définissant les règles comptables permettant d'harmoniser les données nationales des pays membres) pose le principe d'une valorisation des actions non cotées par référence aux actions cotées, et en tenant compte des différences de liquidité des titres et de niveau des réserves accumulées par les deux types de sociétés. Il recommande à cette fin (sans toutefois la rendre obligatoire) une méthode pratique d'évaluation reposant sur une extension aux sociétés non cotées du rapport « capitalisation boursière/valeur comptable des fonds propres » (*Price-to-Book*) observé pour les sociétés cotées. C'est cette méthode que, par raccourci, on appellera dans la suite du rapport méthode SEC 95 ou « *Price-to-Book* »*

Source : OEE

Encadré 1
L'influence déterminante du non-coté sur la hiérarchie des taux de détention directe au plan international

Une très forte hétérogénéité méthodologique demeure au plan international concernant le traitement des titres non cotés qu'il s'agisse de la délimitation des instruments concernés ou des méthodes retenues pour leur valorisation. Or le poids de la détention en actions non cotées pèse très massivement sur la hiérarchie des taux de détention

soient, contrairement à la pratique française, valorisées à leur valeur comptable et non en référence à la valeur de marché des actions cotées.

- Partie I -

directe. Hormis la Finlande, il semble que le degré de conformité aux recommandations du SEC 95 soit corrélé positivement avec le poids de la détention. La France, l'Italie et l'Espagne qui suivent de plus près les recommandations du SEC 95 ressortent en haut de l'échelle. À l'inverse, le Royaume-Uni, la Suède, l'Allemagne et probablement les États-Unis, dont la valorisation reste plus proche de la valeur des fonds propres comptables, présentent des taux de détention à un chiffre pour les actions non cotées.

Tableau 1a
Part des actions des sociétés cotées et non cotées détenues directement
en pourcentage du patrimoine financier

	1998	1999
Allemagne	14,1	16,4
Espagne	30,7	35,7
Finlande	57,9	60,6
France	32,3	37,7
Italie	19,3	26,3
Pays-Bas	22,2	22,9
Royaume-Uni	16,1	17,7
Suède	24,3	25,9
États-Unis	23,6	26,4

Tableau 1b
Part du non-coté en détention directe dans l'actif financier
des ménages

	1998	1999
Allemagne	<i>7,1</i>	<i>8,3</i>
Espagne	22,1	25,5
Finlande	49,5	44,0
France	28,2	33,8
Italie	<i>11,9</i>	<i>16,1</i>
Pays-Bas	<i>nsp</i>	<i>nsp</i>
Royaume-Uni	7,1	8,0
Suède	8,6	9,3
États-Unis	<i>4,0</i>	<i>nsp</i>

Note : Les chiffres en italique sont indicatifs : la capitalisation non cotée est calculée par différence entre le total des actions et la capitalisation boursière. On suppose ensuite que les ménages en détiennent le tiers

Source : comptes financiers nationaux

Dans les paragraphes qui suivent nous nous attacherons dans un premier temps, à reconsidérer l'évaluation du non-coté en France à partir d'informations nouvelles afin, dans un second temps, d'élargir aux actions non cotées l'étude de la détention directe et indirecte sur la base la plus robuste possible. Dans un troisième temps, nous tenterons d'améliorer la comparabilité des données dans le but de situer la structure de placement des ménages français par rapport à la structure qui prévaut dans les quatre principales économies européennes et aux États-Unis.

1.1. Reconsidérer l'évaluation des actions non cotées en France

La prise en compte des actions non cotées suppose l'explicitation préalable d'un certain nombre de conventions de valorisation et de partage sectoriel qui comportent une marge d'incertitude. Le chiffrage des actions non cotées à l'actif des ménages dans les comptes financiers ne procède pas d'une source statistique directe. Il est obtenu en deux étapes à partir des fonds propres des entreprises non cotées. Dans un premier temps la comptabilité nationale estime une valeur de marché des actions non cotées en référence à la valorisation boursière des actions cotées, en multipliant la valeur des fonds propres des entreprises non cotées par le ratio capitalisation boursière sur fonds propres des sociétés cotées (*Price-to-Book*). Dans un second temps, la comptabilité nationale ventile ces actions non cotées à l'actif des différents secteurs institutionnels. Des incertitudes pèsent sur chacune de ces deux étapes.

Quelle clef de partage de la détention entre ménages et entreprises en France ?

Dans les versions des comptes financiers français antérieures à la base 95, la ventilation entre sociétés et ménages de la détention des actions non cotées était effectuée, en l'absence de données à caractère statistique, de manière largement estimative. Lors de l'élaboration de la base 95, une étude de l'Observatoire des entreprises de la Banque de France, venue à la connaissance du service producteur des comptes financiers peu de temps avant le parachèvement de cette base, a permis de combler partiellement cette lacune, tout en laissant malheureusement subsister une imperfection de méthode. Cette étude, fondée sur un échantillon de 180 000 entreprises extrait de la base FIBEN de la Banque de France, avait établi à environ 35 % la part moyenne des ménages dans le capital d'une entreprise en France (moyenne *non pondérée* par la taille du capital des entreprises figurant dans l'échantillon). En revanche, il a été perdu de vue lors de l'élaboration des comptes financiers que ce ratio, parfaitement pertinent dans la perspective micro-économique qui était celle des auteurs de

- Partie I -

l'étude, ne pouvait être transposé tel quel au plan macro-économique, la part des ménages dans le capital des entreprises décroissant fortement (au profit de celle des sociétés) avec la taille du capital de ces dernières.

Le groupe « Actions non cotées » a donc procédé à une réestimation du montant des actions non cotées détenues par les ménages, en utilisant les informations convergentes de travaux de l'Observatoire des entreprises (fondées cette fois sur des moyennes pondérées) ¹ et de l'INSEE ². Cette correction du mode de ventilation (à *Price-to-Book* inchangé par rapport à la méthodologie des comptes financiers) amène à un chiffrage de la détention d'actions non cotées par les ménages inférieur d'environ 2,2 fois à celui actuellement donné dans les comptes financiers.

La réestimation entraîne une baisse des actions non cotées des ménages (463 milliards d'euros en 2001 contre 973 milliards d'euros dans les comptes financiers). Il en résulte une baisse équivalente du montant total d'actions détenues en direct par les ménages (503 milliards d'euros contre 1 013 dans les comptes financiers, soit une diminution de 48 %). Il faut toutefois souligner que ces nouvelles estimations restent à prendre avec prudence. En effet les calculs n'ont pu être effectués à ce stade que sur une seule année (1998), les ratios obtenus étant étendus à l'ensemble de la période 1977-2001. En outre, ils ont fait abstraction des arbitrages opérés traditionnellement lors de la finalisation des comptes financiers. C'est pourquoi il a été prévu d'ores et déjà une refonte complète de ces séries par le service producteur, à l'échéance de la base 2000 des comptes nationaux.

Cette révision conduit à ramener la part des actions en direct dans le patrimoine financier des ménages (**tableau 2**, révision 1) à un niveau plus proche de la moyenne européenne (avec toutes les réserves qu'il faut émettre à ce stade sur la comparabilité des données internationales, aucune information n'étant actuellement disponible sur les méthodes de ventilation des actions par secteur détenteur utilisées par les autres pays). Quoi qu'il en soit, le fait d'obtenir un poids des actions moins important en France qu'aux États-Unis semble plus conforme aux spécificités françaises en terme de structure de la propriété du capital (ainsi que nous le verrons plus loin).

(1) « Pourcentages de détention du capital des entreprises non financières par secteur détenteur », M. Bardos, C. Truy ; contribution n° 12 au rapport du groupe de travail « Actions non cotées ».

(2) « Ventilation de la détention des actions non cotées à partir de LIFI », C. Picart ; contribution n° 13.

Les conventions de valorisation en question

Le groupe « Actions non cotées » a également mis l'accent sur les méthodes de valorisation. La méthode du « *Price-to-Book* » est la méthode pratique proposée par le SEC 95. Elle mène à valoriser les actions non cotées par référence aux actions cotées. Il en existe d'autres (valorisation à la valeur des fonds propres, actualisation des revenus futurs, etc.). Le choix de la méthode de valorisation des entreprises non cotées a des conséquences sur le montant des actions non cotées recensées dans le patrimoine des ménages. Différentes méthodes pressenties pour être utilisées en comptabilité nationale ont été examinées par le groupe « Actions non cotées ». Elles conduisent à des valeurs des actions non cotées très différentes (donnant des résultats allant de 1 à 5) et plus ou moins volatiles d'une année sur l'autre. Les « autres participations » (9 % de l'ensemble de la détention directe d'actions) sont actuellement valorisées dans les comptes financiers à la valeur des fonds propres comptables.

D'autres approches ont été examinées par le groupe « Actions non cotées ». Parmi ces dernières, deux ¹ retiennent particulièrement l'attention du fait de leurs conclusions convergentes.

- La première piste a consisté à s'appuyer sur les prix de transaction observables à partir des opérations de rachat d'entreprises non cotées par d'autres entreprises. Cet exercice réalisé par l'INSEE à partir de la base de données LIFI (liaisons financières) donne un *Price-to-Book* moyen des sociétés non cotées pour 1999 de 1,56 et de 3,04 pour les sociétés cotées ². On peut cependant noter que l'année 1999 a vu une progression à bien des égards exceptionnelle du cours des actions cotées et ne constitue sans doute pas, de ce fait, la meilleure base de référence pour procéder à ce type de comparaison. À titre d'exemple, ce même ratio de *Price-to-Book* des sociétés cotées était de 1,33 en 1995. Par ailleurs, la méthode n'a été appliquée qu'à la France. Elle mériterait donc d'être testée sur d'autres périodes et d'autres pays européens.

(1) « *Évaluation des actions non cotées par les transactions détectées dans LIFI* », C. Picart ; contribution n° 6.

(2) Comme indiqué plus haut, le *Price-to-Book* des sociétés cotées est le ratio utilisé dans les comptes financiers pour valoriser les sociétés non cotées. Il existe toutefois une légère différence conceptuelle entre les deux approches, l'étude sur les transactions dans LIFI se fondant, au dénominateur du ratio, sur un concept de « fonds propres », alors que les comptes financiers retiennent le concept, un peu plus étroit, de « situation nette ».

- Partie I -

- L'autre piste explorée fut de limiter l'influence des grandes entreprises cotées appartenant aux indices boursiers de référence (CAC 40, SBF 250) sur la détermination du *Price-to-Book* moyen de l'ensemble des sociétés cotées. La restriction du calcul du *Price-to-Book* aux sociétés du premier et du second marché à l'exclusion donc des entreprises du SBF 250, permet d'obtenir un multiple de référence probablement plus représentatif de la population des entreprises qui appartiennent à la sphère non cotée. De façon assez convergente avec la précédente méthode, le *Price-to-Book* qui en résulte voisine 1,5 en 1999.

Si de tels ordres de grandeurs étaient retenus pour évaluer le non-coté, le poids des actions non cotées ne représenterait plus que 11 % du patrimoine financier, tandis que l'ensemble de la détention directe en actions cotées, non cotées et autres participations voisinerait 16 % au lieu de 37,7 % dans les données initiales des comptes financiers (**tableau 2**, révision 2). La part de la détention directe d'actions (cotées et non cotées) ressort alors en France à un niveau assez voisin de celui des pays ayant opté pour des méthodes de valorisation proches de la valeur comptable, entre 15 et 25 %. L'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis appartiennent en particulier à ce groupe.

Tableau 2
Comparaison des résultats obtenus par les comptes financiers et des résultats obtenus après correction des actions non cotées pour 1999

	Comptes financiers	Révision 1	Révision 2
Part du non-coté dans le patrimoine financier	33,8 %	19,0 %	10,8 %
Part des actions en détention directe dans le patrimoine financier	37,7 %	23,8 %	16,1 %

Sources : INSEE, Banque de France, calculs CGP

L'un des objectifs du groupe « Actions non cotées » était de s'interroger sur la méthode pour mesurer la valeur des actions françaises qui soit la plus proche de la réalité. Celui du groupe « Actionnariat des ménages » était de progresser (fût-ce modestement) en terme de fiabilité des comparaisons internationales. Une correction unilatérale de la valeur des actions non cotées françaises (celle remettant en cause le mode de calcul du *Price-to-Book* en particulier) n'améliorerait donc la pertinence des comparaisons internationales que par rapport à un groupe restreint de pays. Elle pourrait même paradoxalement fausser davantage ces dernières. C'est pourquoi la partie qui suit et qui élargit la problématique à la détention indirecte reste conforme au SEC 95 et ne retient

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

que la révision (révision 1) concernant la ventilation entre entreprises et ménages proposée par le groupe « Actions non cotées ». Cette solution de repli a été adoptée, en attendant que les négociations actuellement en cours entre les comptables nationaux européens, sous l'égide d'Eurostat, parviennent à une harmonisation plus poussée des méthodes d'évaluation des actions non cotées.

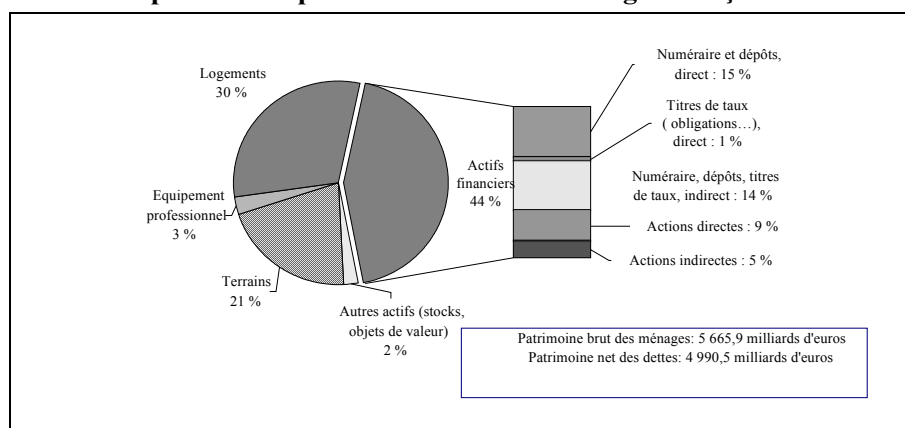
1.2. La détention directe et indirecte d'actions cotées et non cotées

La part des actions dans le patrimoine des ménages en France

En France, en 2001, les actions (au sens large défini plus haut) représentent 14 % du patrimoine brut total des ménages et 30 % de leur patrimoine financier (**graphique 1**). Ce dernier, en forte hausse du fait des actions, constitue désormais 44 % du patrimoine total (le patrimoine non financier étant essentiellement constitué des logements et terrains, hors biens durables).

Nous avons pris le parti d'une approche strictement « financière » de l'emploi de l'épargne des ménages. Cependant le **graphique 1** montre l'importance du patrimoine immobilier des ménages. Or la constitution de ce patrimoine pèse certainement sur la capacité des ménages à investir en actifs financiers (notamment en actions), sur l'âge auquel ils investissent, etc. Le patrimoine immobilier peut par ailleurs traduire des divergences culturelles entre pays. Par exemple, la proportion d'immobilier dans le patrimoine des ménages américains est plus faible qu'en France car, entre autres, ceux-ci détiennent plus de parts dans des fonds communs de placement immobilier.

Graphique 1
Composition du patrimoine brut des ménages français en 2001



Sources : comptes financiers et comptes de patrimoine

Encadré 2
Estimation de la détention indirecte d'actions (cotées et non cotées)
par les ménages

Une part notable des actions détenues par les ménages l'est par le biais d'instruments de placement composites (titres d'OPCVM, assurance-vie) gérés par les investisseurs institutionnels¹. C'est cette part que l'on désigne dans le rapport sous l'appellation de « détention indirecte d'actions », par opposition aux actions, individuellement identifiées, que les ménages détiennent en leur nom propre. Dans les comptes nationaux, la détention indirecte n'est, sauf exception (celle des FOF américains), pas explicitement retracée. En effet, les OPCVM et les entreprises d'assurances y sont traités comme des agents économiques à part entière, ayant à l'actif de leur bilan différents placements financiers (dont des actions), en emploi des fonds investis par les ménages comme par d'autres secteurs. Chiffrer la détention indirecte d'actions des seuls ménages, en rendant en quelque sorte « transparents » les investisseurs institutionnels, passe donc par des hypothèses simplificatrices et une méthodologie, qui ont été de la responsabilité du CGP, et qui sont précisées ci-après.

L'adossement en actions des contrats d'assurance-vie détenus par les ménages français est calculé comme le produit du montant des contrats d'assurance-vie que les ménages possèdent à leur actif et du rapport entre les actions détenues par les sociétés d'assurance et l'ensemble de leur passif hors dettes (fonds propres plus provisions techniques d'assurance, que nous supposons être les seules ressources faisant l'objet d'un emploi en action). À titre d'exemple, si la part des actions dans le passif hors dettes des assurances est de 23 %, alors on considère que 23 % du montant en assurance-vie représentent des actions détenues indirectement par les ménages. Il s'agit d'une hypothèse, la correspondance entre élément d'actif et de passif ne pouvant être réalisée que de manière virtuelle. On procède de la même manière pour l'adossement en actions des OPCVM.

Concernant les États-Unis, bien que les FOF donnent la valeur des actions détenues indirectement par les ménages, le calcul a été effectué de la même manière que pour la

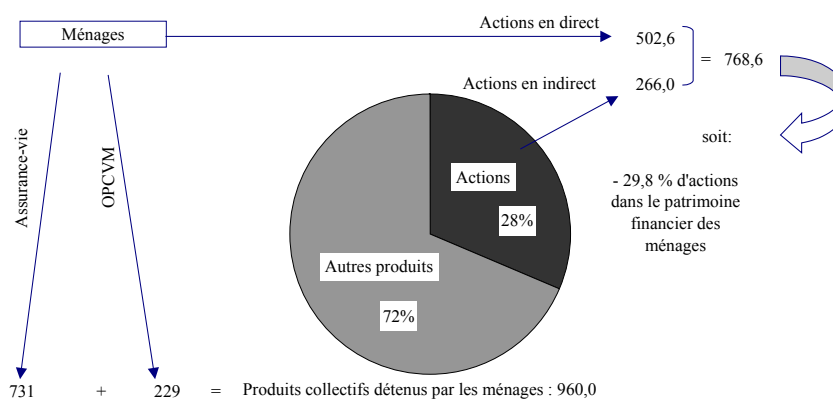
(1) Dans une approche plus extensive, on pourrait considérer que le secteur bancaire intervient également dans la gestion d'actions détenues indirectement par les ménages. En effet, comme les investisseurs institutionnels, les banques portent à leur actif des actions en emplois de fonds collectés auprès de ces derniers, sous forme de dépôts et de comptes sur livrets notamment. Deux considérations ont cependant conduit à ne pas inclure ces actions dans la détention indirecte des ménages : cette détention n'est pas intentionnelle (alors qu'elle l'est incontestablement lors de l'achat d'un titre d'OPCVM actions ou d'un placement d'assurance-vie en unités de compte) et surtout elle n'ouvre pour les ménages aucun droit sur les plus-values potentielles des placements alors que celles-ci ont un impact direct sur la valeur des titres d'OPCVM et des avoirs en unités de compte)

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

France pour des raisons de cohérence méthodologique¹. La détention indirecte concerne aux États-Unis les *mutual funds*, l'assurance-vie (*life insurance*), les fonds de pension (*private insured pension reserves, private noninsured pension reserves, government insurance and pension reserves*) et les institutions de gestion d'actifs (*bank personal trust*).

Pour les autres pays européens, la même méthode est appliquée. Les difficultés de comparaison subsistent, tous les pays ne fournissant pas le même niveau de détail dans les comptes financiers et, surtout, n'utilisant pas les mêmes modes de valorisation.

Graphique 2
Détention d'actions par les ménages français en direct
et via les investisseurs institutionnels en 2001 (en milliards d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

La mise en œuvre de la méthodologie de l'**encadré 2** permet de mesurer le poids de la détention finale en actions pour les États-Unis et les quatre principales économies européennes. Les ordres de grandeurs qui en résultent permettent un premier classement, sachant néanmoins que ce dernier reste probablement entaché d'un biais de sous-évaluation pour les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne, ainsi que nous l'avons vu plus haut (**tableau 1**)².

(1) La comparaison de la ligne « détention indirecte d'actions par les ménages » donnée par les FOF aux résultats obtenus par la méthode CGP montre des résultats très proches.

(2) La comparabilité des résultats entre les États-Unis et la France demeure cependant incertaine. Les États-Unis ne donnent aucune indication précise sur les méthodes d'évaluation des encours d'actifs financiers ; les fondations, fortes détentrices d'actions (en 1998, les actions détenues par les ménages dans le secteur « non profit

Tableau 3
Poids des actions en détention directe et indirecte
dans le patrimoine financier des ménages (en pourcentage)

	Allemagne	Espagne	France		Italie	Roy.-Uni	États-Unis
			(Comptes financiers)	(Révision 1)			
2001			41,4	29,8			43,3
2000	26,1	39,7	46,7	33,8	35,6	47,7	48,1
1999	26,3	42,2	46,3	33,4	36,0	51,7	52,5
1998	21,1	35,9	39,3	28,1	27,5	48,2	48,7

Source : calcul CGP à partir des comptes financiers nationaux

Les pays européens n'utilisent pas tous, comme nous l'avons vu, la même méthode de valorisation du non-coté, ce qui rend difficile les comparaisons internationales.

Un redressement des ordres de grandeurs établis ci-dessus peut néanmoins être opéré de façon très fruste en mobilisant les résultats d'une étude réalisée pour le Commissariat général du Plan par l'Observatoire de l'épargne européenne utilisant la méthode SEC 95 de valorisation du non-coté pour tous les pays en 1998. Cette étude qui porte sur la structure du passif des sociétés résidentes a reconstitué la valeur des actions non cotées dans certaines grandes économies de l'OCDE en appliquant à la valeur des fonds propres comptables des entreprises non cotées le *Price-to-Book* des entreprises cotées.

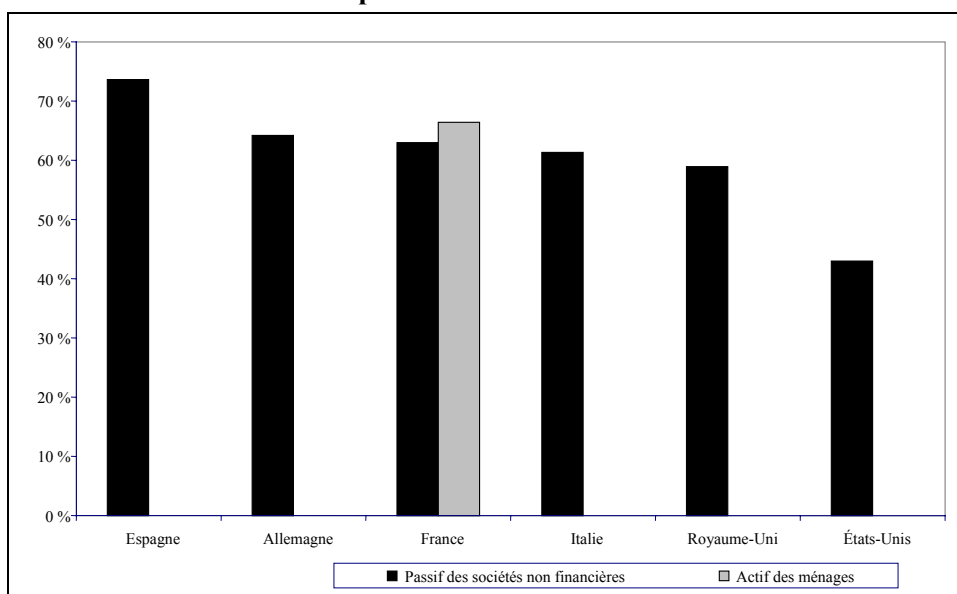
Même si cette étude porte sur le passif des sociétés, on peut admettre que dans les différents pays la structure de détention finale de l'épargne en actions des ménages devrait être assez proche de celle de la capitalisation au passif des sociétés. Cette assertion est vérifiable dans le cas français : la part du non-coté dans la détention directe et indirecte d'actions par les ménages français est en 1998 de 63 %. Or, ce chiffre n'est pas très éloigné de la part du non-coté dans l'ensemble des actions émises par les sociétés non financières françaises (73 %). Pour certains pays dont les comptes financiers ne donnent pas la ventilation

organisations » – L100a des FOF – représentaient 692 milliards de dollars, soit environ 10 % de la détention directe) aux États-Unis sont intégrées dans le secteur des ménages alors qu'en France les associations sans but lucratif (organismes à statut proche des fondations américaines) sont traitées dans un autre secteur (secteur S15 : « institutions sans but lucratif au service des ménages », qui détient en France environ 100 fois moins d'actions que les ménages en valeur).

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

entre coté et non-coté et faute d'autres informations, on peut donc se risquer à utiliser la part du non-coté au passif des sociétés non financières comme approximation de la part du non-coté dans les actions détenues directement et indirectement par les ménages ¹.

Graphique 3
Part des actions non cotées au passif des sociétés non financières en 1998
comparaisons internationales



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers, FOF, Davydoff et Mpacko, 2002

Le travail de l'OEE suggère que la part des actions non cotées dans le total de la détention en actions reste élevée en France comparée à celle des États-Unis. Les pays d'Europe continentale se rapprochent en revanche d'une norme de détention située aux environs des deux tiers. Au total, on aboutit à d'importants redressements concernant l'évaluation de la capitalisation totale des sociétés

(1) Ainsi pour l'Allemagne, le Royaume-Uni, les États-Unis et l'Espagne, la source utilisée est : D. Davydoff et A. Mpacko, « Le financement des entreprises non financières en Europe et aux États-Unis, 1995-2000 », Observatoire de l'épargne européenne, 2002. Le non-coté y a été estimé sur cinq pays selon la méthodologie préconisée par le SEC 95. Ainsi, le mode de valorisation du non-coté est harmonisé entre tous les pays européens. Les résultats restent néanmoins fragiles, les calculs n'ayant pu être menés que sur une seule année et à partir de données non exhaustives.

- Partie I -

(tableau 4). On peut donc proposer de majorer les chiffres de détention finale d'actions cotées et non cotées par les ménages d'un pourcentage similaire à celui proposé pour les actions au passif des entreprises non financières. Le calcul demeure très fruste mais probablement suffisant pour asseoir des faits stylisés.

Tableau 4
Surcroît de valorisation des actions des entreprises non financières
européennes et américaines, lorsque l'on utilise la méthode
du *Price-to-Book*

Année 1998	Capitalisation boursière totale des entreprises cotées ou non cotées (en milliards d'euros)		Écart en %
	Chiffres publiés *	Réestimé selon la méthode du <i>Price-to-Book</i>	
Allemagne	1 371	1 889	+ 37,8 %
Espagne	660	728	+ 10,3 %
Italie	709	709 ¹	0,0 %
Royaume-Uni	2 017	3 657	+ 81,3 %
États-Unis	10 578	15 599	+ 47,5 %

* SEC 95 pour les pays européens, FOF pour les États-Unis

Il en ressort logiquement un rapprochement des positions allemande et française et une distance accrue entre les structures de placement anglo-saxonnes et celles d'Europe continentale (tableau 5). Schématiquement, deux blocs peuvent être différenciés :

- celui des pays d'Europe continentale, au sein duquel il serait hasardeux d'établir une hiérarchie précise compte tenu de la marge d'incertitude qui entoure l'évaluation mais dont on peut dire que le taux de détention voisine un tiers ;
- les pays anglo-saxons dont le taux de détention globale serait voisin des deux tiers.

(1) Les travaux précités de l'OEE aboutissent pour l'Italie à un chiffrage redressé de 2 148 milliards d'euros, qui paraît anormalement élevé, sachant que ce pays met en œuvre une méthode de valorisation proche de celle du *Price-to-Book*. Cette anomalie peut s'expliquer par la relative étroitesse de l'échantillon utilisé. Elle nous a conduit à ne pas tenir compte de ce redressement dans la présente comparaison.

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

Tableau 5
Poids des actions dans le patrimoine financier des ménages
Données redressées, 1998

	Allemagne	Espagne	France		Italie	Roy.- Uni	États- Unis
			(1)	(2)			
Avec biais de sous- évaluation	21,1	35,9	39,3	28,1	27,5	48,2	48,7
Données redressées	26,9	38,2	39,3	28,1	27,5	62,8	58,3

Source : calculs CGP à partir des comptes financiers.
(1) SEC 95 ; (2) Chiffre corrigé du taux de détention

2. Les dynamiques de détention

Les résultats en dynamique qui suivent tiennent compte de la révision du montant des actions non cotées détenues par les ménages proposée par le groupe « Actions non cotées » après nouvelle ventilation entre entreprises et ménages (révision 1). En revanche, le redressement des grandeurs qui tiendrait compte d'une harmonisation de modes de valorisation du non-coté entre tous les pays, et selon les préconisations du SEC 95 n'a pas été opéré. Il en résulte certainement une sous-estimation de l'augmentation de la part de l'indirect pour les pays valorisant le non-coté au prix du marché.

La part des actions dans le patrimoine financier des ménages a été multipliée par 2,6 entre 1977 et 2001. Elle passe de 11 % en début de période (contre 27 % aux États-Unis) à 30 % en 2001 (43 % aux États-Unis).

La progression en France a été très forte au cours de la seconde moitié de la décennie 1990, et il en est de même des autres pays d'Europe continentale. Au Royaume-Uni, la part d'épargne en actions apparaît plus stable.

La hausse globale de la part d'actions en France est en fait la résultante de fluctuations ; cinq sous-périodes peuvent être distinguées :

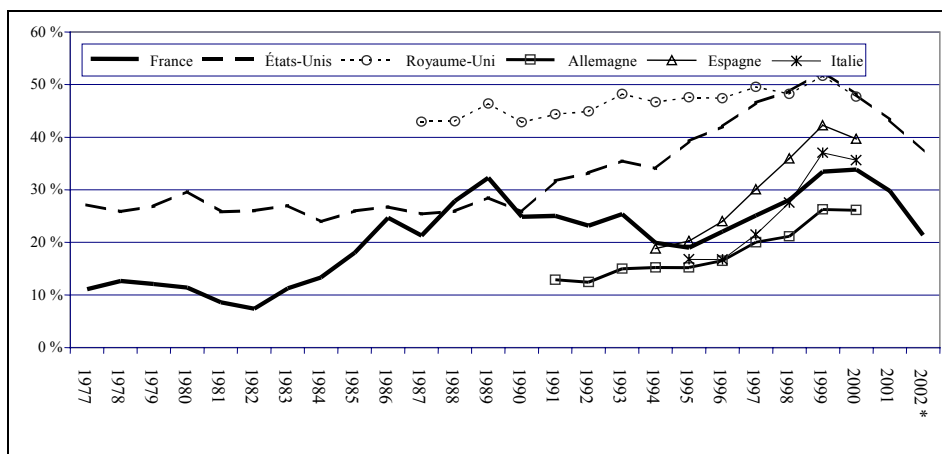
- De 1977 à 1982, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages baisse sensiblement.
- De 1982 à 1989, elle s'accroît de façon spectaculaire et devient même supérieure à celle observée aux États-Unis. Les privatisations et des

- Partie I -

performances boursières remarquables (les cours boursiers sont multipliés par plus de cinq sur cette période) expliquent largement cette envolée.

- De 1989 à 1995, dans un contexte de faible progression des cours et de hausse des taux d'intérêt, la part des actions régresse au profit essentiellement des OPCVM monétaires et des produits d'assurance-vie (qui incorporent relativement peu d'actions, les supports en unités de compte n'ayant pas encore pris leur envol durant cette période).

Graphique 4
Part des actions dans le patrimoine financier des ménages



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers, FOF

* Estimation pour septembre 2002

- De 1995 à 2000, la part des actions progresse fortement à la faveur du retour de bonnes performances boursières et d'une nouvelle vague de privatisations¹.

(1) La France est le pays développé qui a le plus privatisé ces dernières années. Sur la période 1994-1999, elle vient au premier rang en Europe avec 40 milliards de dollars d'actions émises, devant le Royaume-Uni (20 milliards) et l'Italie (15 milliards) ; sources : « Les privatisations en France », F. Dion, collection Les Études de La Documentation française. Ces privatisations ont provoqué une forte croissance de la part des investisseurs étrangers dans le capital des grandes entreprises françaises cotées. L'encours détenu par les non-résidents est passé de 26,6 % de la capitalisation boursière française en 1997 à 35,7 % en 1998 (Bulletin de la Commission des opérations de Bourse n° 322, mars 1998 ; Banques centrales – traitement CDC –).

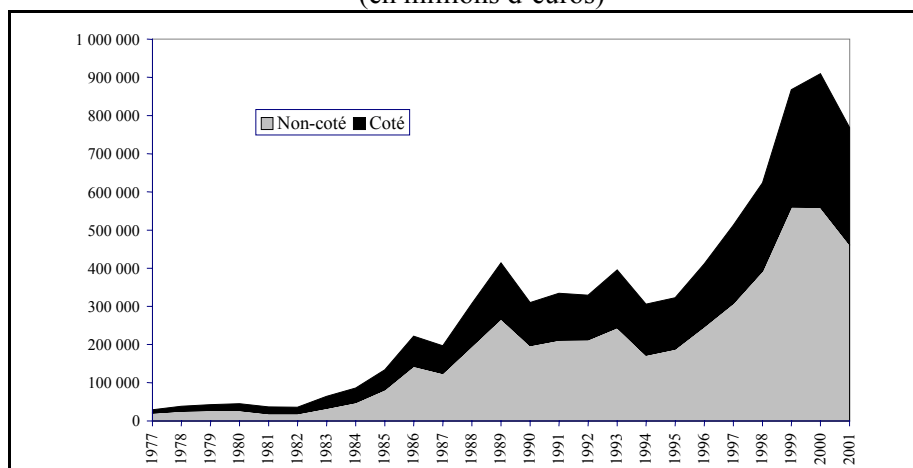
- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

- À partir de 2000, on assiste à un retournement de tendance dû à la chute des cours boursiers, chute particulièrement prononcée durant l'été 2002. Le **graphique 4** donne une estimation de la part des actions dans le patrimoine financier des ménages américains et français pour septembre 2002 (à partir du CAC 40 et Dow Jones). Celle-ci a été calculée à flux nuls.

2.1. Un déclin relatif du non-coté

La valeur des actions non cotées et autres participations ¹ détenues par les ménages en France a considérablement augmenté en liaison avec leur valorisation, passant d'environ 21 milliards d'euros en 1977 à 463 milliards d'euros en 2001 (560 milliards en 2000), soit un passage de 8 % à 18 % du patrimoine financier des ménages. Toutefois, cette augmentation a été moins forte que celle des actions cotées, du fait des introductions en Bourse et des privatisations. En conséquence, même si elle reste très élevée, la part des actions non cotées et des autres participations dans l'ensemble des actions détenues par les ménages français a diminué : elle est passée de 71 % en 1977 à 60 % en 2001.

Graphique 5
Montant des actions détenues par les ménages en France, coté/non-coté
(en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

(1) Pour l'indirect, on a fait l'hypothèse que la clef de répartition entre coté et non-coté est la même que celle de l'actif des investisseurs institutionnels concernés.

2.2. Une détention indirecte encore peu développée mais en nette progression dans tous les pays d'Europe continentale

En France, la détention directe reste toujours prépondérante (65 % en fin de période) essentiellement du fait des actions non cotées. Toutefois la détention indirecte s'est fortement accrue puisqu'elle a été multipliée par trois sur la période. Elle provient davantage de l'assurance-vie (76 %) que des OPCVM. Aux États-Unis, les parts d'actions détenues de façon directe et indirecte sont désormais à peu près équivalentes. La part de détention directe est passée de 63 % en 1977 à 47 % en 2001 (50 % en 2000). Néanmoins, il est à noter qu'un redressement de la valeur des actions non cotées, par nature détenues majoritairement en direct, pourrait sensiblement majorer le poids relatif de la détention directe aux États-Unis. Ces résultats appellent donc des réserves. La différence de structure de détention entre direct et indirect entre les États-Unis et la France est plus ténue lorsque l'on se concentre sur le champ des titres cotés. En supposant que tout l'indirect est coté,¹ la part de l'indirect dans le coté est de 55 % aux États-Unis et de 64 % en France en 1998. En 1989, cette part était de 52 % aux États-Unis et de 39 % en France.

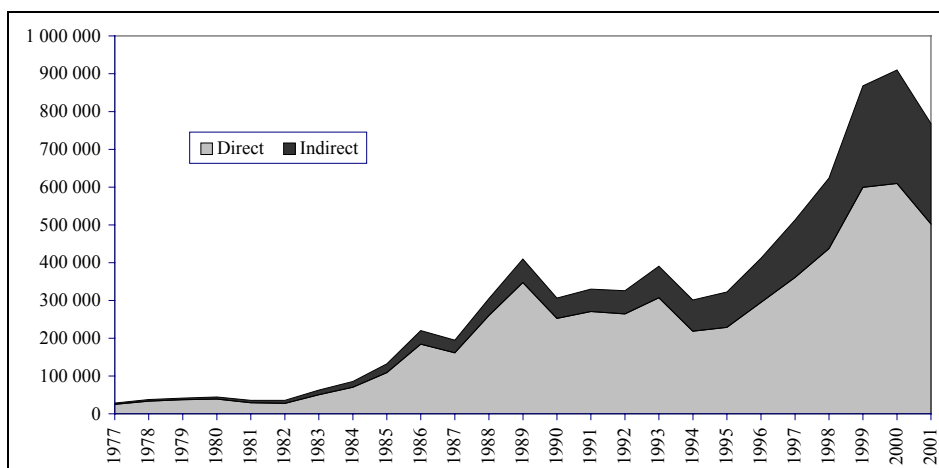
La majeure partie (59 %) de la détention indirecte aux États-Unis concerne les fonds de pension, traditionnellement largement investis en actions, contrairement à l'assurance-vie en France.

Dans les pays européens (**graphique 8**), ces questions de valorisation existent également, si bien que les résultats suivants ne sont que des ordres de grandeur. La part de la détention indirecte apparaît faible en Espagne (15 %), intermédiaire en Italie (30 %) et en Allemagne (40 %), et très forte au Royaume-Uni (64 %). Le poids du non-coté étant sous-évalué dans ces deux derniers pays, la part relative de l'indirect comporte probablement le même biais de surévaluation qu'aux États-Unis. Néanmoins, dans tous les pays, et sans conteste, la montée en puissance relative de la détention indirecte demeure le fait majeur et le plus caractéristique des deux dernières décennies.

(1) Ce qui est exagéré, mais l'information disponible ne permet pas de distinguer indirect coté et indirect non coté aux États-Unis.

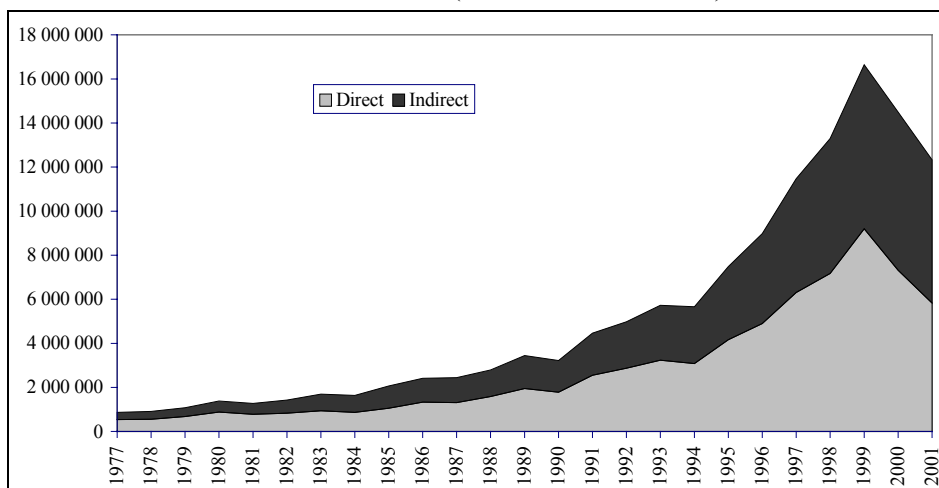
- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

Graphique 6
Montant des actions détenues par les ménages en France, direct et indirect
(en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

Graphique 7
Montant des actions détenues par les ménages aux États-Unis, direct et indirect
(en millions de dollars)

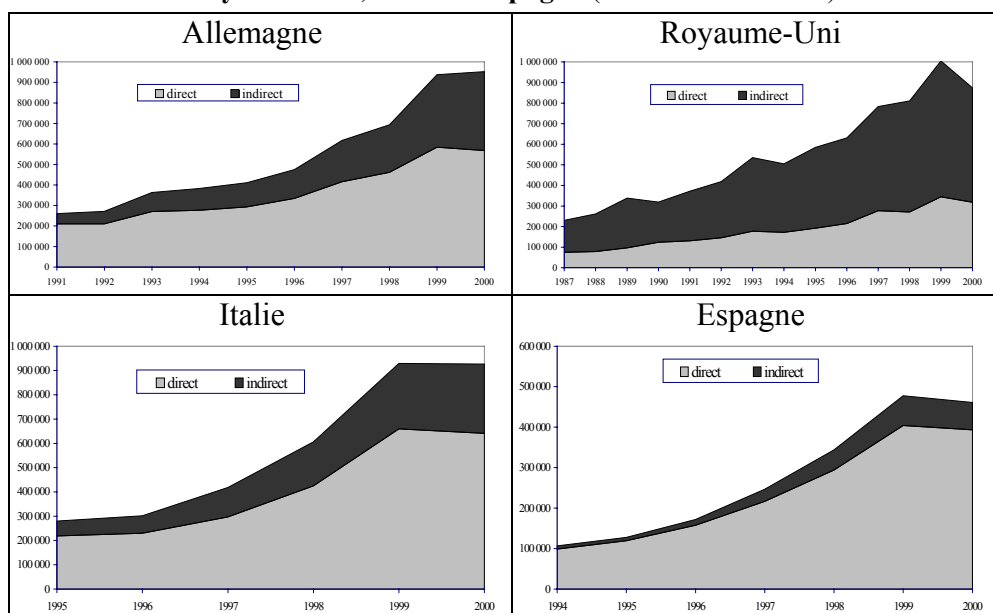


Source : calcul CGP à partir des FOF

- Partie I -

En Europe, la croissance de la part de la détention indirecte dans les actions détenues par les ménages est due à la multiplication des fonds d'investissement « actions ». La part des OPCVM actions ¹ est particulièrement importante au Royaume-Uni (bien qu'en baisse depuis 1998, en raison d'une croissance des fonds diversifiés) et en Suède (respectivement 76 % et 75 % en 2000), alors qu'elle est faible en France (où les OPCVM restent majoritairement investis en titres de court terme), en Autriche et au Portugal (respectivement 28 %, 19 % et 15 %).

Graphique 8
Montant des actions détenues par les ménages en Allemagne, Royaume-Uni, Italie et Espagne (en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

(1) « Fonds de placement dans le monde et placement en actions », contribution de C. Pardo au groupe de travail, source FEFSI (voir annexe 1).

Encadré 3
La part des actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels
selon l'OCDE

L'OCDE fournit un ensemble de statistiques concernant l'activité des investisseurs institutionnels. Les données proviennent des sources nationales. La comparaison des résultats obtenus à partir des données de l'OCDE avec ceux obtenus par le CGP donne des différences assez sensibles. Notamment la part des actions dans les portefeuilles des compagnies d'assurance en France représente en 2000, selon l'OCDE 44,4 % (28,9 % en 1994 et 32,8 % en 1990) contre 28 % selon le CGP (19 % en 1994 et 26 % en 1990).

La différence essentielle tient à l'inclusion complète par l'OCDE des OPCVM sous la rubrique « actions » y compris les OPCVM de court terme (c'est-à-dire ceux ne détenant aucune action).

*Un développement de l'épargne en entreprise
parmi les plus importants d'Europe*

La détention indirecte d'actions passe entre autres par l'épargne en entreprise ¹. En France, le développement notable de l'actionnariat en entreprise n'a qu'un impact marginal sur la part des actions dans le patrimoine des ménages. Aux États-Unis en revanche, le développement de l'épargne salariale s'est accéléré à partir de 1982 lorsque les cotisations salariales facultatives, ainsi que les intérêts issus des placements, ont été rendus déductibles du revenu imposable des salariés.

On entend par actionnariat en entreprise les actions détenues par les salariés dans le cadre de l'épargne salariale de l'entreprise, celles découlant d'une offre spécifique de l'entreprise décidée par l'assemblée générale des actionnaires et celles détenues dans le cadre des plans d'options sur actions (les définitions données dans l'**encadré 4** montrent les recoupements de champ existant entre épargne salariale et actionnariat salarié).

Les actions détenues via l'épargne en entreprise sont incluses dans la détention indirecte mais la comptabilité nationale ne permet pas de l'isoler. Les enquêtes réalisées par l'INSEE (enquête « Patrimoine et budget des familles »), la DARES (enquête « Participation, intéressement, plan d'épargne d'entreprise et actionnariat des salariés », dite « enquête PIPA ») donnent quelques

(1) Les enjeux de l'actionnariat en entreprise diffèrent selon que l'on se place du point de vue de l'entreprise ou de celui des salariés (voir **annexe 8**).

- Partie I -

informations sur la seule épargne salariale. Il existe par ailleurs une enquête réalisée par la DARES en 1998 sur les plans d'options sur actions, mais celle-ci ne donne aucune indication sur les montants. Enfin, l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe a réalisé une enquête auprès d'entreprises afin d'étudier la réalité de l'actionnariat salarié dans les sociétés françaises cotées. On trouvera dans l'**annexe 2** la description de ces différentes enquêtes, ainsi que leurs principaux résultats. Ceux-ci sont parcellaires et difficilement comparables¹.

Encadré 4

Principales définitions de l'épargne en entreprise

- Épargne salariale

On appelle épargne salariale les sommes épargnées par les salariés grâce aux systèmes suivants : l'intéressement, la participation.

L'intéressement est facultatif et résulte d'une négociation avec les représentants des salariés. Les sommes versées sont immédiatement disponibles mais peuvent être investies dans un plan d'épargne d'entreprise (PEE). La participation est obligatoire dans les entreprises de 50 salariés et plus, facultative dans les autres. Les sommes distribuées sont indisponibles en général pendant cinq ans (elles sont placées soit en comptes individuels bloqués, soit en actions de l'entreprise, soit en fonds commun de placement d'entreprise, soit dans un PEE).

Le PEE permet au salarié de se constituer une épargne à moyen terme (les sommes versées sont indisponibles pendant un minimum de cinq ans). Il permet notamment de dériver les produits de l'intéressement et de la participation vers l'épargne et éventuellement leurs transformations en actions. Le PEE peut également recevoir des versements volontaires supplémentaires des salariés et des versements complémentaires de l'entreprise (abondement).

À côté de cet outil classique, deux plans nouveaux ont été créés en 2001, destinés à recueillir la participation et l'intéressement. Il s'agit du plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV) qui correspond à un outil d'épargne longue (blocage minimum de dix ans) et du plan d'épargne inter-entreprises (PEI) qui étend l'épargne salariale dans les PME grâce au regroupement professionnel et/ou géographique.

(1) À noter les différences très fortes concernant les sommes collectées provenant de la participation en 1999, entre le chiffre avancé par la COB (5,7 milliards d'euros) et le chiffre obtenu à partir de l'enquête PIPA de la DARES (2,7 milliards d'euros). Cette différence provient peut-être de la méthode de redressement de l'échantillon par la DARES (seules 65 % des entreprises ayant répondu au questionnaire).

- Les plans d'options sur actions ou *stock options*

Une stock option est un droit d'acquérir une action de l'entreprise (qu'elle soit cotée ou non) à un prix donné à partir d'une date donnée. Ce droit peut ne pas être exercé. Les plans d'actions sont proposés à tout ou partie du personnel à des conditions particulières. En particulier, le prix défini peut être inférieur au cours de l'action. Le bénéficiaire peut acheter les actions offertes dès que la période éventuelle d'interdiction de levée des options est achevée et que le prix de l'action dépasse le prix d'attribution (il lève son option). La plus-value « potentielle » dite d'acquisition ne sera réalisée qu'à la vente des actions.

- Actionnariat salarié

« Il s'agit de l'ensemble des politiques menées par les entreprises afin de permettre à leurs salariés de devenir détenteurs d'actions de leur entreprise dans le cadre d'un processus organisé, généralisé et à caractère volontaire ». Cette définition de l'Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe, exclut donc de son champ les *stock options*¹. Les salariés peuvent devenir détenteurs d'actions de leur propre entreprise directement ou indirectement. Dans le premier cas, il peut s'agir d'une offre spécifique de l'entreprise dont la décision est prise par l'assemblée générale des actionnaires et est obligatoirement généralisée c'est-à-dire proposée à tous les salariés. Cette offre se fait soit par augmentation de capital réservé,² soit par rachat d'actions effectué au préalable par l'entreprise. Il peut s'agir également d'actions versées par l'entreprise dans le cadre de la participation. Dans le second cas, l'actionnariat se fait par l'intermédiaire des fonds communs de placement d'entreprise (FCPE), ceux-ci pouvant investir une partie de leurs avoirs en titres de l'entreprise. Les *stock options* sont exclus du champ de l'actionnariat salarié.

La Commission des opérations de Bourse (COB) donne dans son rapport annuel le stock d'épargne salariale placé en FCPE (soit 54,8 milliards d'euros en 2000, dont 26,8 milliards d'euros en actions de l'entreprise et 6,6 milliards en actions diversifiées). Bien qu'il n'existe pas de données officielles sur le stock d'épargne salariale détenu sur les comptes courants bloqués (CCB), on peut

(1) Selon l'enquête sur les *stock options* réalisée par la DARES auprès de l'ensemble des entreprises françaises cotées, près de la moitié des entreprises pratiquant les *stock options* déclare les distribuer en fonction du potentiel pressenti de la personne. L'attribution apparaît également sélective puisqu'une entreprise sur trois procède à une attribution systématique à tous les membres d'un groupe déterminé : groupe qui peut être constitué d'ailleurs de seuls dirigeants. Enfin, dans les entreprises qui en offrent à tous leurs cadres, il est proposé beaucoup plus d'actions aux dirigeants qu'aux autres cadres (le double dans le quart des cas, et entre le triple et le quadruple dans le tiers des cas).

(2) Les principales mesures d'incitation offertes aux salariés dans le cadre d'une augmentation de capital réservé sont le financement par prêt de l'entreprise, la décote, l'abondement et les attributions d'actions gratuites.

- Partie I -

l'estimer au quart du total de l'épargne salariale. En conséquence, le stock de l'ensemble de l'épargne salariale serait en 2000 d'environ 73 milliards d'euros, dont environ 46 % en actions (pourcentage légèrement sous-estimé car ne prenant pas en compte les actions détenues dans d'autres OPCVM). Rapporté au montant global d'actions détenues par les ménages, cet actionnariat est donc très faible : il en représenterait un peu plus de 2 %, soit 11 % de la détention indirecte et moins de 1 % du patrimoine financier.

Encadré 5

Les perspectives d'évolution de l'épargne salariale

La mission confiée à Jean-Pierre Balligand et Jean-Baptiste de Foucauld sur les modalités d'une participation plus active des salariés au développement de leurs entreprises et au partage des fruits de la croissance, notamment grâce à l'épargne salariale et à l'actionnariat salarié a débouché sur la loi du 7 février 2001. Celle-ci étend les dispositions de l'épargne salariale au plus grand nombre de salariés, assure une meilleure protection de l'épargne, oriente la capacité d'épargne des salariés vers des placements à long terme et renforce les droits des salariés.

Les impacts potentiels des nouveaux dispositifs mis en place (notamment PPESV) présentés au groupe de travail¹ sont les suivants :

- un doublement des flux bruts d'épargne d'ici 2005² qui amènerait l'actionnariat salarié à 3 % de la capitalisation boursière des entreprises cotées et porterait le nombre de salariés couverts dans les PME à 10 % ;
- à moyen terme (10 ans), les fonds sous gestion pourraient représenter 200 milliards d'euros dont 100 milliards en actions (soit l'équivalent des actions détenues en direct par les ménages en 2000 et un montant légèrement supérieur au PEA fin 2000), soit 6 % de la capitalisation boursière³.

Par ailleurs, l'enquête réalisée par l'Observatoire de l'actionnariat en Europe auprès de la quasi-totalité des sociétés cotées sur un marché réglementé (791 entreprises sur 809) donne un montant de capital détenu par les salariés actionnaires d'environ 40 milliards d'euros en 2000 (soit 2,6 % de la capitalisation boursière des sociétés de l'échantillon). La différence avec le chiffre ci-dessus (73 milliards) réside dans le fait que l'actionnariat salarié

(1) Contribution de Th. Sessin (rapporteur de la mission Balligand-de Foucauld) au groupe de travail, intitulée « Quelques enjeux macro-économiques pour l'épargne salariale ».

(2) Sur la base d'une hypothèse d'un taux de croissance des flux bruts de 15 % par an.

(3) Le chiffre a été obtenu en rapportant l'estimation du montant des actions détenues dans les PPESV à la capitalisation boursière début 2002.

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

recouvre l'ensemble des politiques menées par les entreprises afin de permettre à leurs salariés de devenir détenteurs d'actions de leur propre entreprise. Il s'agit donc, pour partie, d'actions qui ne sont pas gérées par des FCPE.

En terme d'actionnariat salarié, rapporté à la capitalisation boursière totale, et selon l'Observatoire de l'actionnariat, la France se situe en Europe en deuxième position après le Royaume-Uni. Aux Pays-Bas, il s'agit d'un actionnariat essentiellement tourné vers les cadres. L'Allemagne s'engage dans la démarche. En Italie cela ne concerne que quelques entreprises privatisées. Il n'existe pas de système d'actionnariat salarié en Espagne.

Le système français d'épargne salariale, qui est un complément de revenu, a une nature différente des fonds de pension aux États-Unis, qui constituent un système de retraite alternatif à la répartition. En conséquence, l'importance des deux systèmes est très différente.

*Les fonds de pension aux États-Unis*¹

En 2000, les ménages américains détiennent 3 955 milliards de dollars d'actions via les fonds de pension, ce qui représente 53 % de leur détention indirecte et 32,5 % du total. Il existe différentes formes de fonds de pension aux États-Unis.

Seuls les fonds de pension à prestations définies sont de véritables régimes de retraite : là où ils ont été mis en place, à l'initiative de l'employeur ou dans le cadre de la négociation collective (dans les grandes entreprises notamment), ils sont obligatoires pour les salariés désignés soit par l'employeur unilatéralement, soit par la convention collective ; ils offrent de surcroît une sortie en rente garantie, fonction du niveau de salaire et de la carrière au sein de l'entreprise, de l'administration, de la profession ou du secteur concerné. Financés quasi exclusivement par l'employeur qui en supporte le risque, ce dernier en revendique à ce titre l'exclusivité du contrôle et de la gestion.

Les fonds de pension à cotisations définies (de type 401k par exemple) sont en revanche des plans d'épargne salariale : comptes d'épargne individuels facultatifs, le financement et le risque financier sont transférés sur le salarié ; la liquidation se fait presque toujours sous forme de paiement du capital accumulé (en fonction des cotisations versées et des rendements des marchés financiers), avec possibilité de sortie en cours de carrière. Dans le cas des plans 401k par

(1) Les résultats présentés dans ce paragraphe sont issus d'une étude réalisée par l'IRES (C. Sauviat) et présentée au groupe de travail.

- Partie I -

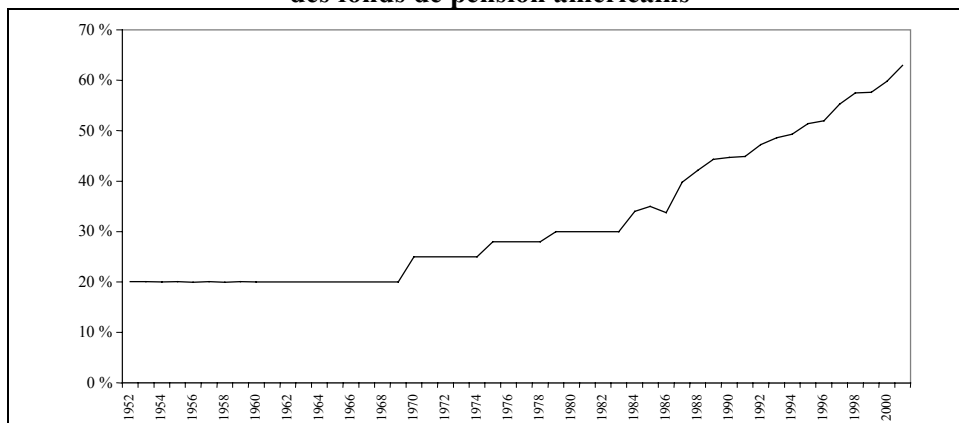
exemple, la moitié des participants sortent avant l'âge de 59,5 ans, avec ou sans pénalité fiscale. Or ces plans à cotisations définies se substituent de plus en plus aux régimes à prestations définies (voir **graphique 9**). Parmi eux, ce sont les plans 401k, conçus à la fin des années 1970 pour favoriser l'actionnariat salarié, qui ont connu l'essor le plus important : dès 1983 (c'est-à-dire deux ans après que l'administration fiscale eut défini la réglementation de la loi ¹ autorisant la déduction des cotisations salariales ainsi que les intérêts issus des placements), 5 % des salariés du secteur privé pouvait participer à ce type de plan, et en 1987, la proportion passait à 14 %. En 1998, selon le ministère du Travail américain, 53 millions de salariés du secteur privé étaient couverts par un régime professionnel de retraite qu'il soit à prestations définies ou à cotisations définies (soit 48 % seulement de l'ensemble des salariés américains). Et 42,7 millions de salariés du secteur privé (près de 39 %) possédaient des plans 401k.

Selon une enquête conjointe de l'Employee Benefit Research Institute (EBRI) et de l'Investment Company Institute (ICI), les avoirs de ces plans 401k à la fin 2000 sont évalués à 1 800 milliards de dollars (soit 6 % du patrimoine financier des ménages) dont 75 % investis en actions ². Cette situation peut apparaître paradoxale puisque c'est le salarié qui supporte le risque de placement. En même temps, elle reflète le fait que les décisions d'allocation d'actifs sont du ressort du salarié, même si la gestion des fonds est confiée à des gestionnaires spécialisés. Alors que dans le cas des fonds de pension à prestations définies, les décisions concernant cette allocation d'actifs (tout comme la gestion des fonds) sont confiées à des professionnels de la *pension industry* (consultants et gestionnaires d'actifs internes ou externes) et sont gouvernées par des règles prudentielles déterminées.

(1) Loi « Revenue Act » votée en 1978.

(2) Cf. « 401k Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2000 », S. Holden et J. VanDerhei, *Investment Company Institute Perspective*, vol. 71, n° 5, novembre 2001.

Graphique 9
Part des plans à cotisations définies dans l'ensemble
des fonds de pension américains



Source : FOF

Le poids élevé des actions dans ces fonds s'explique notamment par le fait qu'il est fréquent que l'employeur abonde le versement des salariés dans le cas d'un investissement en titres de l'entreprise (50 cts pour 1 \$ placé par le salarié, dans une limite de 6 % du salaire, cette cotisation étant déductible de l'assiette du bénéfice imposable). L'incitation à investir en actions de l'entreprise est alors forte pour les salariés (qui interprètent cet abondement comme un conseil d'investissement), sachant qu'il n'existe pas de limites réglementaires à de tels placements. C'est pourquoi un tiers des ressources des plans 401k est investi de la sorte (48 % si on intègre l'abondement de l'employeur en actions)¹. De surcroît, certaines entreprises (surtout les grandes) obligent les salariés à conserver leurs titres de nombreuses années ou jusqu'à un certain âge (50 ans en général), en faisant des actionnaires captifs (c'était le cas d'Enron notamment).

2.3. Le développement de l'épargne collective n'agit pas mécaniquement sur la structure des portefeuilles

On peut aussi comparer la France et les États-Unis, au regard de la détention indirecte d'actions, en décomposant celle-ci en deux :

(1) Cf. « Excessive Extrapolation and the Allocation of 401k Accounts to Company Stock », S. Benartzi, « The Journal of finance, vol. LVI, n° 5, octobre 2001.

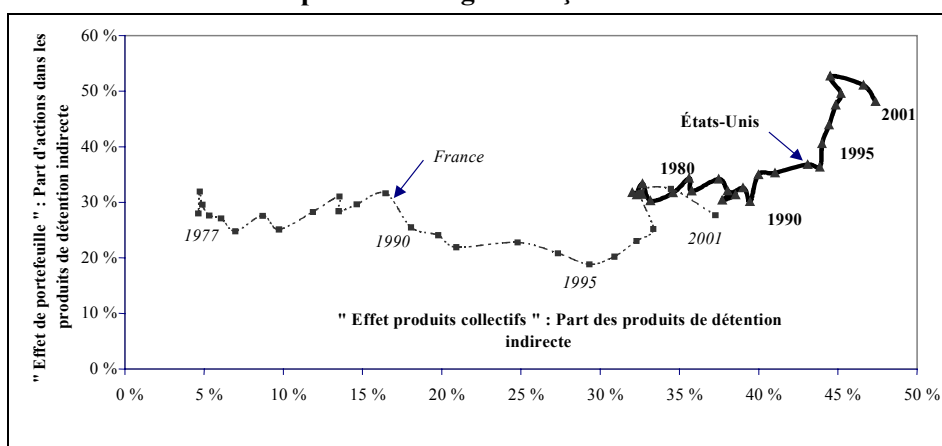
- Partie I -

- la part du patrimoine financier des ménages investie dans les placements collectifs que sont les OPCVM, fonds de pension et assurance-vie (« effet produits collectifs »)¹ ;
- la part que ceux-ci investissent en actions (« effet de portefeuille »).

En France, la progression des actions détenues indirectement tient à l'accroissement de la part du patrimoine investie dans les produits collectifs, qui est passée de 5 % en 1977 à 37 % actuellement, et non à la part que ceux-ci investissent en actions, qui est passée de 30 % à la fin des années 1980 à 19 % en 1995, pour remonter à 28 % en 2001 (32 % en 2000), avec la valorisation de la Bourse.

Graphique 10

Effet de portefeuille et effet produits collectifs, dans la détention indirecte d'actions par les ménages français et américains



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers et des FOF

Aux États-Unis, les deux effets jouent simultanément. La part du patrimoine investie dans les produits collectifs est passée de 40 % à 47 % entre 1990 à 2001, et ceux-ci ont aussi accru la part des actions dans leurs placements (graphique 10).

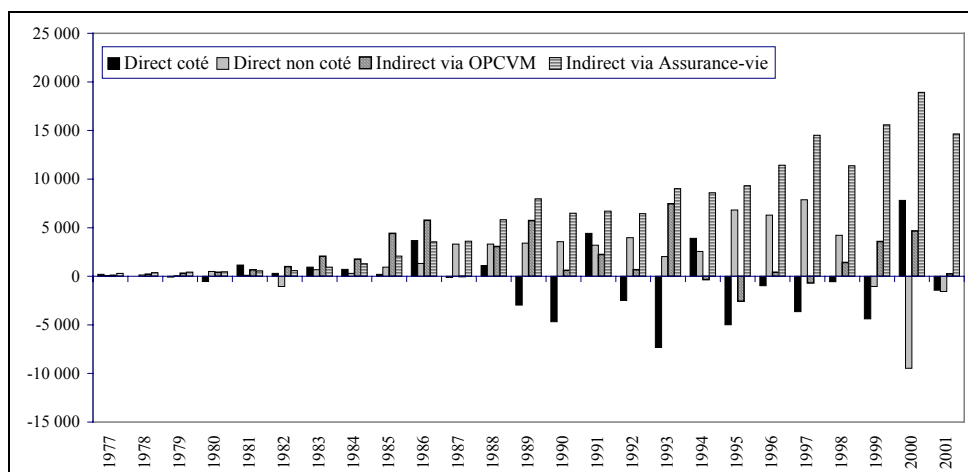
(1) Par « produits collectifs », on entend titres d'OPCVM, contrats d'assurance-vie et fonds de pension.

2.4. L'influence prépondérante des effets de valorisation

La variation des encours d'actions peut être décomposée conformément à la méthode adoptée dans les comptes financiers entre flux et valorisation ¹. Les flux sont les résultats des achats (y compris les souscriptions nouvelles) et des ventes d'actions réalisés par les ménages. La valorisation reflète la variation des prix des actions. On peut noter, à cet égard, que l'évolution du prix des actions n'est pas seulement la conséquence de mouvements spéculatifs sur les marchés boursiers mais qu'elle traduit aussi l'accumulation de richesses liée à la mise en réserve par les entreprises d'une partie de leurs bénéfices, c'est-à-dire d'une partie de la valeur qu'elles ont créée.

Concernant les flux, les ménages français sont acheteurs nets d'actions depuis 1977 (sauf en 1982) mais essentiellement par l'intermédiaire de l'assurance-vie et des actions non cotées sauf en fin de période (**graphique 11**). Les souscriptions via les OPCVM sont en général assez réduites, et n'atteignent des volumes importants qu'en compensation de ventes d'actions cotées. Durant les dix dernières années, les ménages ont été plus souvent vendeurs nets d'actions cotées qu'acheteurs nets.

Graphique 11
Flux nets d'acquisition d'actions par les ménages en France,
en fonction du mode de détention (en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

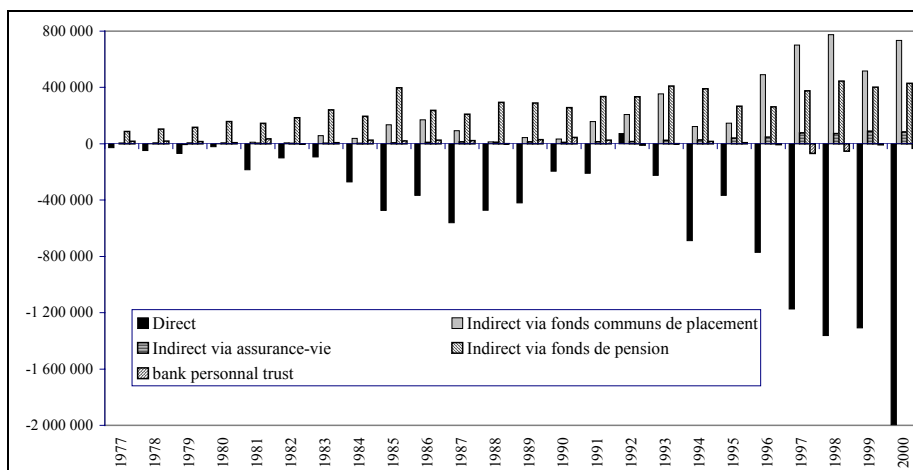
(1) La valorisation contient en fait, outre les gains ou pertes de détention (plus ou moins-value), d'autres variations (changement de périmètre). Concernant la détention indirecte, via certains intermédiaires financiers, la méthode de calcul utilisée pour les encours (cf. **encadré 2**) a été reproduite sur les flux.

- Partie I -

À l'inverse, aux États-Unis, les ménages sont très largement vendeurs nets d'actions depuis 1996,¹ du fait d'un désinvestissement massif en actions cotées en direct. La concordance entre la chronique de ces reventes et les indices boursiers indiquent des réalisations par les ménages de plus-values, notamment au cours de la deuxième moitié des années 1990.

En revanche, les souscriptions indirectes au travers des fonds de pension restent assez stables et positives, et celles via les fonds communs de placement s'accroissent en fin de période. Les achats d'actions au travers de l'assurance-vie progressent, mais restent modestes.

Graphique 12
Flux nets d'acquisition d'actions par les ménages aux États-Unis,
en fonction du mode de détention (en millions de dollars)



Source : calcul CGP à partir des FOF

Cependant, les effets de valorisation dominent largement les effets flux. C'est vrai en France, mais c'est encore plus flagrant aux États-Unis, notamment dans la période récente (**graphiques 13 et 14**). Ainsi, à la fin des années 1990, la hausse des cours boursiers a permis aux ménages américains de revendre des actions pour des montants non négligeables (dans un contexte où les entreprises achetaient leurs propres titres et où les étrangers étaient acheteurs nets d'actions américaines), tout en voyant la valeur de leur patrimoine en actions augmenter.

(1) Ceci reflète largement un effet d'offre : les émissions nettes d'actions par les sociétés américaines sont négatives entre 1983 et 1990, et de 1994 à 2001, en partie parce que les entreprises rachètent leurs propres actions.

- La part des actions dans le patrimoine financier des ménages ... -

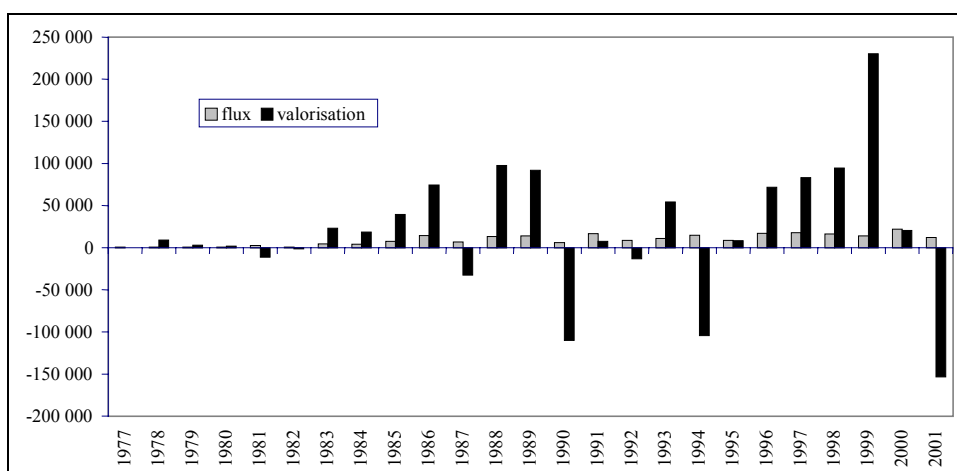
Cet impact des variations boursières sur la richesse financière des ménages est loin d'être anodin, comme le montre le **tableau 6**. Du fait d'une plus grande exposition des ménages aux actions, les « effets de richesse » provoqués par les fluctuations boursières (positives ou négatives) ont donc un impact macro-économique plus significatif aux États-Unis qu'en France.

Tableau 6
Les actions des ménages rapportées au PIB

	Fin 1995	Fin 1999	Fin 2001
France	27 %	64 %	53 %
États-Unis	101 %	180 %	121 %

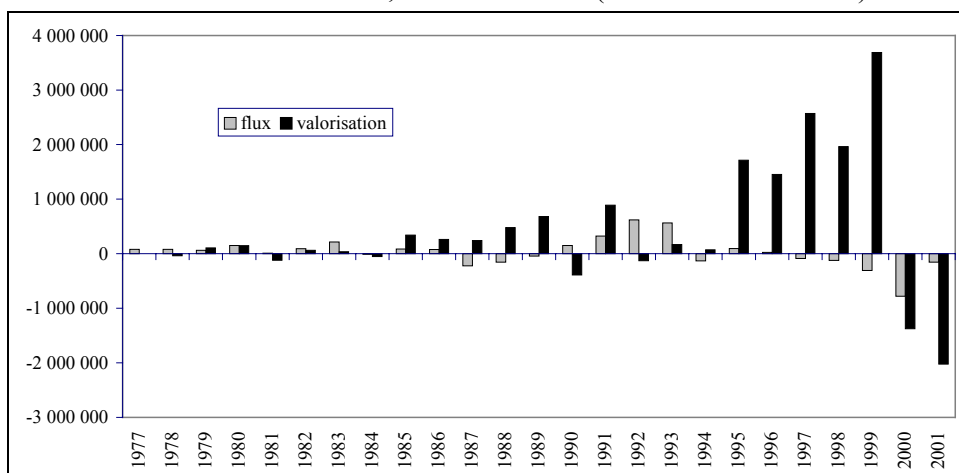
En conclusion, les évolutions de la part des actions dans le patrimoine des ménages suivent très fortement celles des cours boursiers.

Graphique 13
Importance relative des flux et de la valorisation dans la variation de détention d'actions, en France (en millions d'euros)



Source : calcul CGP à partir des comptes financiers

Graphique 14
Importance relative des flux et de la valorisation dans la variation de détention d'actions, aux États-Unis (en millions de dollars)



Source : calcul CGP à partir des FOF

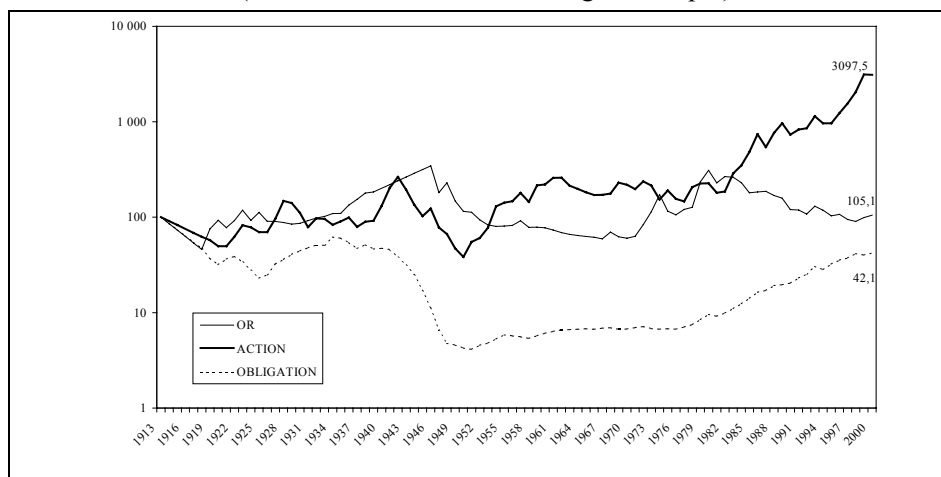
3. Identification des déterminants de la détention d'actions

3.1. Peu d'éléments explicatifs au regard des écarts de rendements des différents placements

D'après les calculs menés ci-dessus, le poids des actions détenues directement ou indirectement par les ménages français en pourcentage de leur patrimoine financier s'établit en 2001 (après correction de la ventilation des actions non cotées entre ménages et entreprises à *Price-to-Book* inchangé par rapport à la méthodologie des comptes financiers) à 30 %, à comparer à 43 % aux États-Unis.

Un éclairage à partir de la théorie du choix de portefeuille montre que le différentiel de rendement entre produits et entre pays n'explique pas les différences constatées quant à la part d'actions dans le patrimoine financier des ménages.

Graphique 15
Évolution en glissement du pouvoir d'achat * d'un placement investi en or,
actions ou obligations à partir de 1913
(base 100 en 1913, échelle logarithmique)



Source : INSEE

* Il inclut à la fois les revenus (dividendes, intérêts) et les gains en capital suite aux variations de cours.

L'étude sur près d'un siècle (1913-2000) menée par l'INSEE ¹ sur le cas français montre que le rendement réel moyen s'est établi à 4 % par an pour les actions, contre une baisse de 1 % par an pour les obligations. Ces dernières ont bien sûr subi de très fortes pertes de leur pouvoir d'achat lors des deux guerres mondiales, du fait des chocs inflationnistes survenus alors. Néanmoins, la hiérarchie des rendements réels moyens reste la même si l'on se restreint à la période de paix 1951-2000 : 8,6 % par an pour les actions, contre 4,9 % par an pour les obligations ².

(1) A. Tanay, « Les actions plus rémunératrices que les obligations et l'or au XX^e siècle », « INSEE Première », n° 827, février 2002.

(2) À noter que le rendement des actions est aussi nettement supérieur au rythme de croissance à long terme de l'économie française (d'environ 3,5 % par an au cours de la même période de l'après-guerre) qui, de façon simplificatrice, peut être assimilé au rendement à long terme d'un régime de retraites par répartition. De tels écarts ont des conséquences tout à fait significatives : une différence de rendement de 3 points par an multiplie par deux le produit obtenu au bout de vingt-cinq années.

- Partie I -

Cette hiérarchie se retrouve avec plus ou moins d'ampleur dans tous les pays et sur toutes les périodes suffisamment longues. Par exemple, aux États-Unis, aussi bien depuis 1925 que sur les cinquante dernières années, les actions ont rapporté en termes réels un peu plus de 7 % par an, à comparer à environ 2 % pour les obligations (**tableau 7**). Là aussi, le rendement des actions apparaît très significativement supérieur à la croissance moyenne du PIB réel (de 3,3 % par an sur la période 1952-2001).

Tableau 7
États-Unis : taux de rendement réel annuel moyen (en %)

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

Source : *Center for Research into Security Prices – University of Chicago*

Les performances des actions ont été similaires en France et aux États-Unis lors des trente dernières années (**tableaux 8a et 8b**).

Tableau 8a
Rendement des actions aux États-Unis

	1963-1972	1973-1982	1983-1992	1993- mars 2000 ¹	1993- juillet 2002 ²
Plus-values/cours (S & P 500)	6,5	1,8	12,0	18,6	7,9
Dividendes/cours	3,3	4,8	4,2	2,4	2,1
Rendement total (TSR)	9,8	6,6	16,2	21,0	10,0
TSR réel du S & P 500	6,3	- 2,1	12,4	18,4	7,5

Tableau 8b
Rendement des actions en France

	1963-1972	1973-1982	1983-1992	1993- mars 2000 ¹	1993- juillet 2002 ²
Plus-values CAC 40	Nc	Nc	17,8	18,3	6,4
Croissance SBF 250	- 0,6	1,3	16,3	18,9	7,5
Dividendes /cours _{t-1}	Nc	5,3	4,2	3,2	3,0
Rendement total					
(TSR)	Nc	6,7	20,5	22,1	10,4
TSR réel du SBF	Nc	-4,4	16,5	20,6	8,9
250					

Note : Sur l'intervalle 1963-1972 par exemple la tendance est calculée de fin décembre 1962 à fin décembre 1972

- (1) *Tendance calculée jusqu'au point de plafonnement des cours, au sommet de la « bulle technologique »*
 (2) *Tendance calculée jusqu'au dernier point bas connu (fin juillet)*

Source : Datastream

Même s'ils apparaissent relativement robustes, ces résultats historiques ne doivent bien sûr pas être extrapolés sans précaution aux années futures. D'une part, le rapport « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance » ¹ met l'accent sur le caractère exceptionnel des performances boursières ces vingt dernières années. Il est possible que nous entrions dans une période non moins exceptionnelle de correction de ces cours. En particulier, des dépréciations d'actifs devraient altérer fortement la rentabilité des entreprises dans l'avenir. Il est donc utile de considérer le rapport rendement/risque des actions de manière spécifique dans chaque période. En effet, la forte baisse des taux d'intérêt explique une grande part du triplement des cours en vingt ans. Une fois le moment de décrue des taux et de l'inflation achevé, le rendement des titres ne peut plus se démarquer fortement du taux de croissance des profits, indiquant certainement la fin d'une période exceptionnelle.

De nombreux auteurs expliquent la hausse des PER ² (autour de 40 fin juin 2002 ³ alors que les niveaux historiques sont autour de 15) par la baisse des

(1) *Rapport du groupe du CGP présidé par D. Plihon, rapporteurs : M.-A. Kleinpeter, O. Passet et R. du Tertre, La Documentation française, octobre 2002.*

(2) *Le PER (Price-Earning-Ratio) est le rapport entre le cours d'une action et le revenu annuel qu'elle procure.*

(3) *Sur la base des profits constatés au cours des douze derniers mois.*

- Partie I -

primes de risque. La référence au passé nous place devant une alternative dont les deux termes sont porteurs l'un comme l'autre de risque :

- Pour maintenir les PER à leurs niveaux actuels, il faut valider le faible niveau actuel des primes de risque. Cela revient implicitement à admettre que le rendement attendu à moyen terme est significativement inférieur à celui observé dans le passé et pourrait revenir à 5 ou 6 % en terme réel¹ (contre 9 % de 1946 à 1996).
- Si en revanche on fait l'hypothèse de retour à des niveaux de PER historiques, il faudrait au préalable que les primes de risque remontent. Cette hypothèse suppose une forte dépréciation instantanée des cours (par rapport aux niveaux de fin juin 2002)² ou une très longue stagnation de la Bourse.

D'autre part, l'arrivée à la retraite d'une génération nombreuse qui pourrait liquider simultanément ses actions qui entraînerait une pression forte et durable de l'offre d'actions induisant (toutes choses égales par ailleurs) une baisse tendancielle des cours,³ constitue un autre aléa.

Enfin, il est probable que le vieillissement démographique dans les économies développées affecte les rendements des actifs financiers au cours des décennies à venir⁴. Cependant il est vraisemblable qu'à très long terme la hiérarchie des

(1) Pour une prime de risque de 2 à 4 % avec une hypothèse de taux longs réels autour de 3 %.

(2) Campbell et Shiller (1998) constatent que les réajustements se sont faits par la passé par le biais d'une baisse de cours, et non par l'intermédiaire d'une hausse des dividendes et des profits.

(3) Flash P. Artus n° 238, 2001 : « La valorisation boursière : une vision à très long terme ».

(4) Toutefois, l'ampleur de cet impact reste très incertaine. D'une part, les simulations réalisées à partir de modèles théoriques conduisent à des effets de faible taille au regard de la volatilité historique des prix des actifs. Voir, par exemple, R. Brooks, « What will Happen to Financial Markets when the Baby-boomers Retire? », « IMF Working Paper », WP/00/18, février 2000. Il faut cependant noter que dans cet article, seul un choc de fécondité de type baby-boom est étudié, et non l'allongement de la durée de vie, qui est le principal mouvement de fond démographique. D'autre part, les études empiriques ne mettent pas en évidence de relation très significative entre la structure par âge de la population et les rendements des différentes classes d'actifs. Sur les cas des États-Unis, du Royaume-Uni et du Canada, voir l'étude de J. M. Poterba, « Demographic Structure and Asset Returns », « Review of Economic and Statistics », novembre 2001. Cependant, il est délicat de considérer que des classes d'âge âgées plus

rendements va demeurer à peu près inchangée : le rendement des actions devrait rester sensiblement supérieur à celui des obligations et des placements monétaires. Ainsi, le repli attendu des rendements financiers à long terme par rapport à la période écoulée ne concernerait pas seulement les actions. Les rendements réels sur les marchés obligataires ont eux aussi été exceptionnellement élevés au cours des vingt dernières années (conséquence de la forte décline des taux d'inflation et d'intérêt), et devraient être nettement plus bas à l'horizon des prochaines années. Par exemple, les rendements sur les obligations indexées sur l'inflation, qui peuvent s'analyser comme le taux d'intérêt sans risque pour un investisseur à long terme, produisent des espérances de rendement à long terme de 2,5 %.

Il ne faudrait cependant pas en conclure, de façon naïve, qu'un tel surcroît de rendement des actions sur les obligations fournit à lui seul une raison suffisante d'investir en actions. La théorie des choix de portefeuilles nous enseigne en effet que les écarts de rendement entre différentes classes d'actifs correspondent à des différences de risque. En d'autres termes, les actions ont un rendement en moyenne plus élevé parce qu'elles sont plus risquées. Faut-il *a contrario* en conclure que ce serait faire prendre un risque inutile aux ménages que de les inciter à accroître leurs placements en actions ? La réponse de la théorie financière est tout aussi négative : elle enseigne en effet qu'on peut améliorer le rendement sans augmenter le risque en diversifiant son portefeuille. Ce principe montre que le vrai choix n'est pas entre le tout-actions et le tout-épargne sans risque en capital ; il porte sur la bonne dose de placements actions au sein de l'ensemble de l'épargne nationale. Ce choix nécessite donc une analyse précise des risques relatifs – et de leur combinaison – entre les différents types de placement.

Le risque ¹ inhérent aux actions est indiscutablement le plus élevé, mais il ne doit pas être pour autant surestimé par rapport aux autres formes d'épargne. En effet, ce risque décroît à mesure que la durée de détention s'allonge, conséquence d'un mécanisme de correction des périodes de faible rendement par des périodes ultérieures de rendement supérieur à la moyenne. En outre, en théorie, les actions offrent en général une meilleure protection contre l'inflation que les obligations ².

nombreuses réagiront dans le futur comme les classes âgées peu nombreuses du passé.

(1) Il s'agit ici du « risque de marché », c'est-à-dire celui qui subsiste après diversification du portefeuille (« risque d'allocation »).

(2) Pour le confirmer empiriquement, il faudrait ventiler la rémunération des deux produits entre rémunération des différents risques dont celui d'augmentation des

- Partie I -

Selon l'étude de l'INSEE déjà citée relative à la période 1913-2000, l'écart-type du rendement réel d'un placement en actions sur une durée d'un an est très élevé : il s'établit à 23 %, soit une variabilité près de deux fois plus importante que celle obtenue avec un placement obligataire (14 %). Toutefois, comme le montre le **tableau 9** cet écart-type diminue très nettement au fur et à mesure que l'on augmente la durée du placement en actions. Ainsi, la probabilité de préserver le pouvoir d'achat de son capital sur une période de trente ans est de 88 % pour les actions, contre seulement 41 % pour les obligations.

Tableau 9
Espérance de gains et variabilité des performances des trois actifs
selon la durée du placement, sur la période 1913-2000 (en %)

		1 an	5 ans	10 ans	30 ans
Actions	Espérance de gain * (moyenne des performances)	4,0	4,0	4,0	3,0
	Variabilité (écart-type des performances)	22,8	11,4	7,1	2,4
	Probabilité de réaliser un gain	55,2	66,3	67,9	87,9
Obligations	Espérance de gain (moyenne des performances)	- 1,0	- 0,8	- 0,6	- 1,9
	Variabilité (écart-type des performances)	13,8	11,0	9,2	5,1
	Probabilité de réaliser un gain	57,5	63,9	70,5	41,4
Or	Espérance de gain (moyenne des performances)	0,1	0,4	0,5	0,5
	Variabilité (écart-type des performances)	18,9	9,1	6,9	2,6
	Probabilité de réaliser un gain	49,4	45,8	51,3	56,9

* Il inclut à la fois les revenus (coupons) et les gains en capital

Lecture : Sur cinq ans, les actions rapportent en moyenne 4 % par an, avec un écart-type de 11,4 %. Ces estimations ont été calculées sur des périodes glissantes, c'est-à-dire que la moyenne et l'écart-type sont obtenus à partir de la série des performances calculées sur une période de cinq ans commençant à la fin de chaque année, de 1913 à 1995. La probabilité de gain est alors de 66,3 %.

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

De même, des études sur deux siècles de données américaines ont montré que, sur des durées glissantes de vingt ans, les actions n'ont jamais enregistré de rendement réel négatif, contrairement aux obligations et aux placements monétaires, pourtant considérés plus sûrs ¹.

prix, ce qui n'est pas aisé. Considérant le **graphique 15**, on peut cependant admettre que cette assertion est vraie.

(1) J. J. Siegel « *Actions for the Long Run* », New York, McGraw-Hill, 1994.

Par ailleurs, en raison notamment des chocs sur le partage salaires-profits, l'évolution des actions est peu corrélée avec celle des revenus d'activité. D'où une certaine complémentarité entre les deux, du point de vue de la gestion des risques.

À l'aune de ces résultats, qui font des actions un actif rentable, peu risqué sur très longue période et complémentaire (du point de vue des risques) des revenus d'activité, il semble que les ménages gagneraient à investir une partie, même faible, de leur épargne dans des produits actions. Le fait que beaucoup ne le fassent pas constitue une énigme pour les théoriciens du choix de portefeuille¹. Les modèles micro-économiques, basés sur l'espérance d'utilité,² montrent qu'un ménage, même s'il a de l'aversion pour le risque, devrait investir une part de son épargne en actions, fût-elle faible, de façon à diversifier son portefeuille³. Ce résultat est incompatible avec le fait que plus des trois-quarts des ménages ne détient pas d'actions, ni directement, ni indirectement (voir la **partie II**). Cette énigme a suscité de nombreuses recherches, en particulier afin de déterminer si la théorie pouvait être modifiée de façon à rendre compte d'explications intuitives.

Une explication peut venir de la faiblesse des revenus de certains ménages. Il est logique qu'un ménage qui n'a pas d'épargne n'ait pas d'actions. Ainsi, alors que la théorie enseigne que les jeunes devraient avoir une forte exposition aux actions (puisque ce sont eux qui détiennent le plus de « capital humain »), on constate l'inverse en pratique⁴. En outre, pour ceux qui détiennent un peu d'épargne, celle-ci va d'abord répondre à un motif de précaution à court terme et être investi en actifs liquides. Il s'agit d'amortir les fluctuations des revenus courants et de couvrir d'éventuelles dépenses de santé.

La prise en compte de coûts de transaction à la détention d'actions peut en outre rendre compatible la théorie avec l'intuition que l'aversion pour le risque des

(1) *À propos des liens entre théorie micro-économique et observations empiriques concernant la détention d'actions, on pourra se reporter à M. Haliassos, « Stockholding : Lessons from Theory and Computations », dans Guiso, Haliassos et Jappelli, « Stockholding : A European Comparison », 2002, OEE.*

(2) *Les ménages, consommateurs, optimisent non seulement l'utilité apportée par la consommation présente mais aussi les utilités fournies par les consommations futures, en tenant compte des incertitudes sur leurs revenus futurs.*

(3) *K. Arrow, « Essays on the Theory of Risk Bearing », Markham publishing, 1971.*

(4) *Voir G. M. Constantinides, J. B. Donaldson et R. Mehra : « Junior can't Borrow : a New Perspective on the Equity Premium Puzzle », « Quarterly Journal of Economics », février 2002.*

- Partie I -

ménages explique que ces derniers ne détiennent pas d'actions. Plus l'aversion pour le risque est élevée, plus la part optimale d'actions dans le patrimoine est faible (tout en restant positive, selon la théorie). Cette dernière peut donc atteindre des niveaux très faibles. Or, détenir des actions a un coût : il existe des coûts de frais de garde, même s'ils ont diminué avec le développement des OPCVM. Les ménages doivent aussi s'informer afin d'investir de façon optimale leur capital. Cela peut prendre du temps, ce qui représente un coût d'opportunité qui peut être élevé. Il est donc possible que les coûts dus à l'imperfection des marchés soient plus élevés que le bénéfice que le ménage peut retirer à investir une faible part de son épargne en actions.

En conséquence, il apparaît que la faible détention d'actions par les ménages tient d'abord aux contraintes de revenu rencontrées par certaines catégories de ménages. Les débats des économistes autour de « l'énigme de la prime de risque ¹ » sont plutôt la manifestation des difficultés théoriques à concevoir un modèle général qui rende compte de façon réaliste des comportements observés.

3.2. Identification des spécificités françaises

Un rôle de deuxième ordre de la fiscalité

Il existe en France des survivances d'un dispositif fiscal privilégiant l'épargne sans risque et plutôt de court terme au détriment, entre autres, des produits en actions. En particulier, les avantages fiscaux dont bénéficient les comptes sur livrets et l'épargne logement ont contribué largement au développement de ce type de placement chez les ménages. Des réformes ont néanmoins été réalisées de façon à réorienter l'épargne vers des produits de long terme ² et notamment l'assurance-vie. Même si son régime fiscal a connu depuis 1990 une inflexion, qui illustre le souhait de diminuer les très gros avantages fiscaux dont elle bénéficiait (remise en cause de l'avantage fiscal à l'entrée et diminution des avantages au titre de l'impôt sur le revenu et des droits de succession), l'assurance-vie demeure encore fiscalement attractive.

La fiscalité des dividendes et des plus-values de cession du régime de droit commun est en France relativement moins favorable que dans d'autres pays

(1) Énoncé par R. Mehra et E. C. Prescott, « *The Equity Premium : A Puzzle* », « *Journal of Monetary Economics* », 15, 1985, voir **annexe 3**.

(2) Voir les contributions au groupe de travail de E. Bretin et S. Doisy sur les dispositifs réglementaires et fiscaux en France et leur évolution (**annexe 5**).

européens. Une étude réalisée pour l'Observatoire de l'épargne européenne ¹ dont on trouvera un résumé dans l'**annexe 6** par Y. L'Horty et Th. Laurent mesure le poids de la fiscalité sur les revenus des produits d'épargne dans douze pays de l'OCDE en 2001. La charge fiscale résumée à l'aide du taux marginal effectif de prélèvement est nettement supérieure à la moyenne européenne pour les dividendes (les « coquilles fiscales » telles que le PEA et le PER ne sont pas prises en compte dans les calculs) mais inférieure à celle des États-Unis. Elle est également supérieure pour les plus-values à long terme à la moyenne des 12 pays étudiés. Cependant, au cours des dernières années, des efforts importants ont été réalisés pour inciter les épargnants à accroître le volume de leurs placements en actions. Ces différents régimes incitatifs dérogatoires du droit commun compensent donc, en partie du moins, une taxation relativement forte des dividendes et plus-values :

- la loi Monory de 1978, autorisait la déduction du revenu imposable du montant des investissements en actions dans la limite de 5 000 F (762 €) par an ;
- le compte épargne en actions, qui a remplacé en 1983 le système Monory, donnait droit à une réduction d'impôt égale à 25 % des achats nets d'actions françaises et plafonnée à 1067 € ;
- le plan d'épargne en actions, créé en 1992, permet en 2002 une exonération d'impôt des revenus et des plus-values des placements effectués dans un PEA et investis en actions, dans la limite d'un plafond de versement de 120 000 € sous réserve d'une détention minimum de 5 ans. Contrairement aux dispositifs précédents, il ne comporte pas d'avantage fiscal à l'ouverture ;
- en 1998, les contrats dits « DSK » sont créés. Ces contrats d'assurance-vie doivent compter au moins 50 % d'actions françaises dont 5 % d'actions non cotées ou appartenant au nouveau marché, et sont en contrepartie exonérés de droit de succession et de la nouvelle taxe de 7,5 % sur les plus-values des produits d'assurance-vie, après huit ans ;
- enfin, si des mesures ont été prises relativement tôt (1967) pour favoriser l'épargne salariale placée en particulier en actions (PEE), les mesures destinées à promouvoir l'épargne longue en entreprises sont récentes (création du PPESV en 2001) mais également très favorables puisque, en échange d'une immobilisation d'au moins 10 ans, les revenus et les plus-values de placement ne sont pas soumises à l'impôt sur le revenu. À titre

(1) « *Taxation of Savings Products : an International Comparison* », *Observatoire de l'épargne européenne*, juin 2001.

- Partie I -

d'exemple, le **tableau 10** compare les montants alloués réellement à un salarié, suite au versement par son employeur de 2 300 €, soit sous forme de salaire, soit par le biais de l'épargne salariale.

Tableau 10
Avantages sociaux et fiscaux de l'épargne salariale (en euros)

PHASE D'ALIMENTATION	SALAIRE	ÉPARGNE SALARIALE	
		INTERESSEMENT	INTERESSEMENT OU PARTICIPATION INVESTI DANS UN PEE ¹ OU UN PEI
Budget de l'employeur	2 300	2 300	2 300
Cotisations patronales (60 % du brut)	- 863	0	0
Salaire brut	1 438	2 300	2 300
Cotisations salariales (19 %)	- 273	0	0
CSG et CRDS	- 109	- 175	- 175
Avantage net	1 055	2 125	2 125
Impôt sur le revenu (33 %)	- 263	- 523	0
Avantage net après impôt	792	1 602	2 125
PHASE ÉPARGNE	COMPTE TITRE ORDINAIRE	PEE OU PEI	
Plus-values réalisées (à 7 % pendant 5 ans)	319	646	856
CSG, CRDS, prélèvements sociaux (10 %)	- 32	- 64	- 86
Impôt sur les plus-values	- 51	- 103	0
<i>Capital final</i>	<i>1 028</i>	<i>2 079</i>	<i>2 895</i>

Source : Oddo Asset Management « La Tribune », 1^{er} février 2002

Cependant, un certain nombre de ces mesures sont récentes, ce qui rend difficile de déterminer l'impact global de la fiscalité sur la structure du patrimoine financier des ménages.

Caractéristiques de la structure de propriété du capital

Les spécificités françaises en terme de structure de propriété du capital impliquent qu'une part non négligeable du capital productif français n'est pas

(1) La simulation ne retient pas d'abondement.

disponible sur un marché coté : comme l'indique la théorie ¹ et comme le confirment les faits, ² les pays qui ont un important système par répartition ont accumulé autant que ceux qui ont plutôt opté pour des systèmes par capitalisation. Mais la structure de propriété du capital est différente. Comme dans un système par répartition les salariés ne détiennent pas nécessairement d'actions, la propriété est davantage concentrée entre les mains d'un petit nombre de gros propriétaires privés (entreprises familiales) ou publics (entreprises publiques) ou organisée collectivement (coopératives, mutuelles). De sorte que, d'une part le patrimoine des ménages comprend davantage d'actions non cotées (correspondant au financement d'entreprises familiales) et de participations (mutuelles et coopératives), et que d'autre part une partie de la propriété d'entreprise ne figure pas dans le patrimoine des ménages mais comme propriété de l'État. Toutes ces caractéristiques font qu'une part non négligeable du capital productif français n'est pas négociable sur un marché coté ³. À titre d'exemple, en 2000, les coopératives et mutuelles représentent, d'après les comptes de patrimoine, environ 70 milliards d'euros, à comparer aux 128 milliards d'euros que les ménages détiennent sous forme d'actions cotées. Quant à l'État, il est propriétaire sous une forme ou sous une autre (participation dans des entreprises publiques cotées ou non, CDC, Caisse d'épargne...) d'environ 179 milliards d'euros. Au cours d'aujourd'hui (juillet 2002), les recettes potentielles de cessions d'actions cotées seraient réduites à environ 120 milliards d'euros, montant équivalent à celui des actions françaises cotées dans le patrimoine des ménages.

Ainsi, la France est marquée historiquement par des spécificités structurelles dont la plus importante est la forte part de sociétés non cotées. Viennent ensuite le poids relativement fort des entreprises publiques, l'organisation collective de la protection sociale mais aussi d'une certaine forme de production (coopératives).

Si l'on veut conserver cette spécificité même partiellement, il faut comprendre que cela va de pair avec une moindre détention d'actions cotées dans le patrimoine des ménages que dans un autre pays qui n'aurait pas fait ce choix.

(1) « Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux », D. Blanchet, complément au rapport du CAE « Retraites et épargne », 1998.

(2) « Capitalisation et tension sur la répartition », M. Debonneuil, annexe du rapport du CAE « Vieillesse », 2002.

(3) L'**annexe 4** identifie les actifs détenus « collectivement » par les ménages dans leur patrimoine ou dans le patrimoine de l'État.

- Partie I -

Si l'on souhaite au contraire accroître la part des actions cotées dans le patrimoine des ménages, les incitations à donner dépendent du cas de figure :

- Si les entreprises cotées sont trop financées par dettes et pas assez par fonds propres (en lien avec une épargne nationale trop orientée vers les produits à court terme ou réglementés),¹ il convient d'encourager l'épargne longue risquée comme cela a été fait en France au moment où cette situation s'est présentée (fin des années 1970, début des années 1980) en mettant en place plusieurs dispositifs (« loi Monory », CEA, FCPR).
- S'il s'agit de coter des sociétés non cotées ou des entreprises à propriété collective, il ne suffirait pas de créer de nouveaux dispositifs d'épargne longue (qui ne pourraient que se substituer à d'autres produits existants) mais il faudrait aussi ouvrir le capital de ces entreprises².
- Une telle évolution est longue non seulement parce qu'elle nécessite de mettre sur le marché les entreprises existantes, c'est-à-dire de coter le non-coté (si tant est qu'il y ait volonté d'entrer sur le marché boursier de ces entreprises elles-mêmes) mais aussi parce que, dans le cas de la propriété collective, elle renvoie à la légitimité du changement à l'œuvre (place du secteur public, possibilité de coter les coopératives et mutuelles).

(1) Même si les banques peuvent partiellement utiliser les dépôts des ménages pour acheter les actions des entreprises.

(2) Cet argument suppose que l'on se restreigne au cas d'une économie fermée, ou que l'on fasse l'hypothèse que les ménages détiennent beaucoup plus d'actions françaises qu'étrangères (ce qui est le cas en France : 84 % des actions cotées détenues par les ménages sont françaises). La promotion de produits actions pourrait susciter une demande de titres supérieure à ce que l'ouverture du capital ne le permet. Une telle désynchronisation de l'offre et de la demande d'actions susciterait temporairement des hausses de prix en attendant l'ajustement des structures d'offre ou la vente des titres par les inactifs plus nombreux, générant dans un deuxième temps, toutes choses égales par ailleurs, un repli des cours boursiers.

PARTIE II

La concentration de l'actionnariat parmi les ménages et le profil des détenteurs

Les informations présentées jusqu'ici, issues des comptes nationaux, ont permis de quantifier la part des actions dans le patrimoine financier des ménages, mais elles ne donnent aucune information sur la distribution des actions entre les ménages d'un pays. Combien de ménages français détiennent-ils d'actions et quel en est le montant ? Qui sont-ils ?

L'exploitation de données d'enquêtes sur le patrimoine des ménages de l'INSEE permet de répondre à ces questions :

- Les données de détention individuelle ou par ménage confirment notamment l'écart significatif qui sépare les systèmes anglo-saxons des systèmes d'Europe continentale et dont témoignaient les statistiques globales de part de patrimoine investie en actions.
- L'influence écrasante des effets de valorisation sur le gonflement des portefeuilles en actions gomme en revanche des comportements réels bien plus actifs que ne le suggérait la première partie. Les flux nets de transaction légèrement positifs mais faibles en France et nettement négatifs aux États-Unis ne doivent pas tromper sur la diffusion croissante de la détention au sein de la population des ménages. La hausse de la part des actions dans le patrimoine des ménages vient essentiellement d'une augmentation du nombre d'actionnaires sous forme directe ou indirecte. Ce constat est général à l'ensemble des économies de l'OCDE étudiées.
- Concernant la répartition des actions, leur extrême concentration constitue le fait le plus saillant aussi bien en France qu'aux États-Unis. En France en

- Partie II -

1997 comme aux États-Unis en 1998, 1 % des plus gros actionnaires détenaient plus de 50 % de la richesse en actions. La base de détention est incontestablement plus large aux États-Unis (ou au Royaume-Uni), mais les 25 % des ménages supplémentaires détenteurs d'actions ne possèdent que 3 % de la capitalisation.

L'enquête « patrimoine des ménages » (voir **encadré 6** pour une description) constituera la source d'information principale de l'analyse des comportements de détention, même si, compte tenu de l'extrême concentration de ce type de patrimoine, l'enquête éclaire plutôt sur la détention des patrimoines moyens.

Encadré 6
L'enquête patrimoine de l'INSEE

Depuis 1986, l'INSEE réalise périodiquement (tous les 6 ans) une enquête approfondie auprès de 10 000 ménages environ, sur l'ensemble de leur patrimoine (financier, immobilier et professionnel). L'enquête permet de mesurer la détention directe d'actions cotées et non cotées des ménages. En revanche, elle ne donne pas d'indications sur la détention indirecte, si ce n'est la part des ménages qui détiennent des OPCVM long terme ou de l'assurance-vie¹. Certains de ces produits mais non tous, peuvent contenir des actions (OPCVM actions, contrats d'assurance-vie en unités de compte), mais certains ménages qui détiennent de tels produits collectifs n'ont aucune action via cet intermédiaire. En conséquence, on ne peut que donner une fourchette du taux de détention indirecte, comprise entre 0 et le taux de détention de l'ensemble des produits collectifs. Cette fourchette est donc très large. Ceci est dû essentiellement au nombre important de détenteurs d'assurance-vie. Le rôle des OPCVM long terme (c'est-à-dire des OPCVM non monétaires, en actions et obligations) est moins important, comme l'illustre le tableau suivant :

% de ménages détenant :	1991	1997
Actions en direct	8,5	14,0
Actions en direct ou OPCVM long terme	13,8	16,1
Actions en direct ou OPCVM long terme ou assurance-vie	27,0	37,1

Les deux dernières enquêtes datent de 1991 et 1997. Pour des raisons de comparabilité (entre autres pour pouvoir étudier des évolutions), *les résultats présentés ici dans le corps du texte concernent la détention des ménages (et non la détention individuelle), pour ces deux années 1991 et 1997, en actions directes (cotées ou non cotées « de rapport », voir **annexe 7**) et indirectes (via OPCVM long terme et assurance-vie), mais ne tiennent pas compte de l'épargne en entreprise. En effet, les questions concernant*

(1) Cela résulte du manque d'information des ménages eux-mêmes (qui ne peuvent pas toujours préciser si les produits qu'ils détiennent sont ou non investis en actions). L'enquête patrimoine 2003 devrait progresser sur ce point.

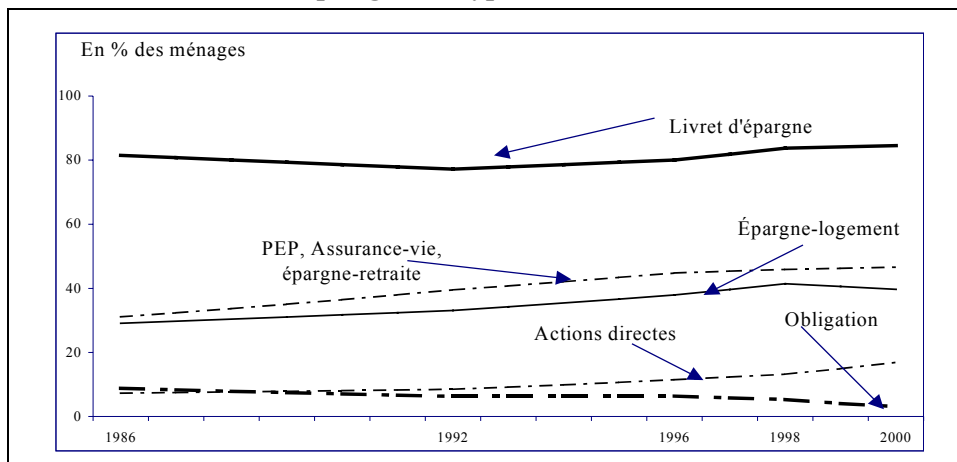
- La concentration de l'actionnariat parmi les ménages ... -

cette dernière n'ont été introduites dans le questionnaire qu'en 1997. Certains compléments sont donnés au cas par cas en fonction de la disponibilité des données. En particulier, en 1986, on dispose des taux de détention mais les montants d'actifs détenus ne sont disponibles que par tranche, ce qui empêche de mener certains calculs. En 2000, on ne dispose que d'une enquête « légère » sur les seuls taux de détention. En revanche dans le point concernant l'essai de chiffrage du pourcentage de ménages détenteurs d'actions en direct ou en indirect en 1997, l'épargne en entreprise sous forme d'actions ou de FCPE sera incluse.

1. Détention d'actions ou d'OPCVM long terme ou d'assurance-vie

D'une manière générale, les ménages français détiennent plus souvent des actifs liquides comme les livrets, ou présentant des avantages fiscaux comme l'assurance-vie, que des actions ou d'autres valeurs mobilières (**graphique 16**).

Graphique 16
Évolution des taux de détention depuis 1986
par grands types d'actifs financiers



Source : enquête « Patrimoine » de l'INSEE (contribution d'A. Tanay au groupe de travail)

1.1. Plus d'un quart des ménages français détient des actions, des OPCVM long terme ou de l'assurance-vie en 1991, et plus d'un tiers des ménages en 1997

Entre 1991 et 1997, le pourcentage de ménages qui détiennent des actions et des produits adossés potentiellement en actions s'est accru sensiblement, passant de

- Partie II -

27 % à 37 %, même si cette détention reste encore limitée à un peu plus d'un tiers des ménages.

Tableau 11
Taux de détention par ménage

En pourcentage des ménages	1986	1991	1997	2000
Actions directes	7,3	8,5	12,8	16,9
• <i>Actions cotées</i>	5,0	7,7	12,0	16,0
• <i>Actions non cotées « de rapport » *</i>	1,8	1,3	1,4	1,7
Assurance-vie ou OPCVM long terme		23,2	32,2	
• <i>Assurance-vie</i>		15,7	28,9	
• <i>OPCVM long terme</i>		10,5	8,0	
Nombre de ménages (millions)		22,1	23,7	

Lecture : Les ménages pouvant détenir simultanément plusieurs types de placement, on ne peut directement ajouter les différentes lignes du tableau.

** On appelle actions non cotées « de rapport » les actions non cotées d'une société dont le dirigeant n'est pas membre du ménage. Pour des raisons méthodologiques, on se restreint ici à l'étude du non-coté de rapport (on se reportera à l'annexe 7 pour les précautions à prendre concernant le non-coté). Notons qu'en 1998, le taux de détention en actions non cotées, que le dirigeant fasse partie du ménage ou non, s'élève à 2,6 %.*

On peut noter la très forte concentration du non-coté : 1,4 % seulement des ménages détient des actions non cotées de rapport.

1.2. Un intérêt grandissant pour les produits collectifs contenant potentiellement des actions

Les résultats de l'enquête 1991 montrent que, comparativement à ceux de l'enquête 1986, les épargnants ont un intérêt grandissant pour les produits d'épargne financière longue. Le succès de la détention indirecte provient donc en grande partie de celui, en hausse, de l'assurance-vie (investissement en vue de se constituer un capital ou une retraite). Outre la préparation de la retraite, les avantages fiscaux et la relative stabilité des rendements servis continuent d'attirer de nouveaux ménages vers l'assurance-vie, et ce malgré les réformes visant à limiter certains de ces avantages.

Le taux de détention des OPCVM de long terme est par contre resté stable, autour de 8 %.

1.3. Forte progression de la détention directe d'actions

Malgré tout, la détention directe a fortement progressé passant de 7,3 % en 1986 à 16,9 % en 2000. Cette hausse est particulièrement liée à celle de la détention

- La concentration de l'actionnariat parmi les ménages ... -

d'actions cotées (+ 11 points). En 1997, un ménage sur huit détient des actions cotées. Cette progression a été favorisée par un ensemble de facteurs parmi lesquels : baisse du rendement des OPCVM monétaires, privatisations, bonnes performances de la Bourse dans la deuxième moitié des années 1990.

Les principaux résultats issus de cette enquête peuvent sembler contradictoires avec ceux de la **partie I** sur les montants détenus, mesurés à partir de la comptabilité nationale. En effet, en montants, le direct est plus important que l'indirect, et le non-coté plus que le coté. En détention, le direct apparaît moins répandu que l'indirect et le non-coté moins que le coté. Outre des différences de champ et de valorisation (surtout concernant le non-coté, voir la **partie I** et l'**annexe 7**), ces différences entre montants et taux de détention peuvent s'expliquer par des différences de concentration entre ces différents produits et par des différences de montants moyens détenus, conditionnellement au fait de détenir le produit (peu de ménages qui ont beaucoup de direct peuvent détenir plus que beaucoup de ménages qui ont peu d'indirect). La partie suivante sur la concentration de l'actionnariat permet notamment d'illustrer ce phénomène.

En complément, le **tableau 12** donne la détention par individu (et non plus par ménage) en actions directes et en actions via l'épargne salariale. Cette information n'est disponible que depuis l'enquête légère de 2000. Ce tableau donne également la détention individuelle en OPCVM de long terme et en assurance-vie en unités de compte (source : enquête SOFRES), cette détention pouvant être assimilée à de l'actionnariat indirect.

Tableau 12
Taux de détention par individu

En pourcentage des individus âgés de 15 ans ou plus	2000
Actions directes	11,6
• <i>Actions cotées</i>	11,0
• <i>Actions non cotées</i>	1,1
Actions épargne salariale	2,6
OPCVM long terme	9,0
Contrats unité compte	4,6 *

* En 2001

1.4. Essai de chiffrage du pourcentage de ménages détenteurs d'actions en direct ou en indirect

Les trois points précédents portent sur la détention d'actions et de produits contenant potentiellement des actions. Ils donnent une surestimation très forte du pourcentage des ménages détenant des actions en direct ou en indirect (voir

- Partie II -

encadré 6). En effet, si l'on peut considérer qu'une large proportion des détenteurs d'OPCVM long terme sont des actionnaires (certains ne détiennent que des OPCVM obligations), il n'en est pas de même pour l'assurance-vie. Bien que l'on ne dispose pas de chiffre précis, il semble que seule une minorité de détenteurs d'assurance-vie détiennent indirectement des actions :

- jusqu'au milieu des années 1990, la diffusion de l'assurance-vie se faisait presque entièrement sous la forme de supports en francs. Pour l'épargnant le capital est garanti et le rendement régulier, et pour l'assureur les sommes sont investies pour l'essentiel en obligations (complétées par un peu d'immobilier, d'actions ou de titres divers) ;
- à la fin des années 1990 se sont développés les supports en unités de compte, qui fonctionnent du point de vue de l'épargnant comme un OPCVM (l'épargnant supporte un risque sur le capital) et qui sont investis plus ou moins en actions selon que la gestion est plus ou moins « dynamique ». Contrairement aux contrats en francs (désormais en euros), le risque est porté intégralement par le ménage.

Seul le détenteur de supports en unités de compte peut donc être assimilé à un actionnaire indirect, au même titre qu'un détenteur d'OPCVM long terme.

Or la diffusion des contrats en unités de compte semble limitée. Il existe peu de chiffres précis, mais tout de même quelques indicateurs :

- entre 2 et 4 % de ménages étaient détenteurs de contrats en unité de compte en 1997, date à laquelle ces contrats ont commencé à monter en charge (pour 2001, entre 7 et 10 %) ;
- si l'on raisonne sur les flux, seulement 24 % du montant total des primes d'assurance-vie ont été investis sur des unités de compte en 2001 selon la FFSA. Cette part a atteint un maximum en 2000 avant de diminuer avec les contre-performances récentes de la Bourse ;
- si l'on raisonne sur les stocks, la part des unités de compte dans le stock d'assurance-vie est sans doute encore plus faible, puisque avant la fin des années 1990 le stock était presque exclusivement investi sur des supports en francs ;
- selon la FFSA, la part des actions dans les placements des assureurs (pour l'assurance-vie) est de 14 % de 1992 à 1997, puis elle augmente à la fin des années 1990 pour atteindre 25 % en 2000 et 2001.

- La concentration de l'actionnariat parmi les ménages ... -

En première approximation, on peut donc faire l'hypothèse que l'assurance-vie n'intervient que marginalement dans la détention indirecte d'actions, même si c'est un peu moins vrai sur la période récente.

Par ailleurs, s'agissant de l'épargne en entreprise, l'enquête « Patrimoine » 1997 estime à 7 % le pourcentage de ménages déclarant détenir des actions ou des FCPE dans le cadre de l'épargne en entreprise. Ce chiffre est probablement un peu sous-estimé car tous les ménages ne connaissent pas bien la structure de leur épargne en entreprise.

Sur la base de ces hypothèses, on peut donc estimer le pourcentage de ménages détenant des actions en direct ou des actions en indirect à environ 23 %. Ce chiffre est vraisemblablement légèrement sous-estimé car il ne tient pas complètement compte de la détention d'actions via l'assurance-vie.

Ce chiffrage du taux de détention directe et indirecte des actions (un peu moins d'un quart des ménages) est sans doute le plus pertinent. Toutefois, pour des raisons de disponibilité des données, nous avons été contraints dans les deux parties suivantes, à revenir à la méthode d'estimation moins satisfaisante, consistant à considérer comme détention indirecte d'actions toute détention d'assurance-vie. Il en résulte une surestimation des taux de détention.

Encadré 7
Comparaison de l'enquête INSEE et de l'enquête SOFRES
(et de leurs résultats ¹)

Depuis 1992, la Banque de France et EURONEXT font réaliser par la SOFRES une enquête annuelle sur les porteurs de valeurs mobilières. Les principaux résultats sont comme pour l'INSEE donnés sous la forme de taux de détention de différents types d'actifs financiers.

Points communs :

- mode de collecte réalisé directement auprès des déclarants ;
- nombre de déclarants proche (10 000 foyers environ).

Les différences :

- population différente (SOFRES : 15 ans et plus, INSEE : ensemble des Français) ;
- enquête en face à face pour l'INSEE, par voie postale pour la SOFRES ;

(1) *À partir des contributions de A. Tanay (INSEE) et de L. Nahmias (Banque de France) au groupe de travail.*

- Partie II -

- enquête approfondie réalisée tous les 5-6 ans et légère entre deux enquêtes approfondies pour l'INSEE, enquête annuelle pour la SOFRES ;
- les échantillons des enquêtes INSEE sont construits à partir d'un échantillon de logements, et l'INSEE interroge tous les habitants de ces logements, sans distinction de nationalité. En revanche, la SOFRES utilise comme base de son échantillon le panel SOFRES qui exclut les ménages de nationalité étrangère ;
- taux de détention élaborés sur des bases différentes (notion d'individu pour la SOFRES, de ménage pour l'INSEE) ;
- nomenclatures quelque peu différentes.

Des rapprochements entre les deux enquêtes sont possibles en ce qui concerne les PEA et les valeurs mobilières, sur la base de taux de détention par individu. Ils montrent que l'INSEE affiche des taux de détention toujours inférieurs à ceux de la SOFRES, sauf pour l'assurance-vie ou décès. Cette différence s'explique en partie par une différence de champ : l'INSEE intègre les assurances décès contrairement à la SOFRES.

Si l'on considère la détention individuelle selon l'âge, les résultats sont convergents à l'exception des retraités où on observe 7 à 8 points d'écart.

Les résultats sont similaires pour la détention individuelle de valeurs mobilières selon la catégorie sociale sauf pour certains retraités et les artisans, commerçants (possibilité d'amalgame entre patrimoine financier et patrimoine professionnel pour cette dernière catégorie).

Enfin en ce qui concerne l'actionnariat direct, les enquêtes SOFRES et INSEE constatent les mêmes évolutions entre 1998 et 2000.

2. Un actionnariat très concentré ¹

L'étude de la concentration de l'actionnariat des ménages, de même que celle du profil (par âge, etc.) des détenteurs, suppose de connaître le montant détenu par ménage. Nous exploitons ici les montants fournis par l'enquête patrimoine de l'INSEE, qui doivent être interprétés avec précaution (voir **annexe 7**).

La part des actions dans le patrimoine financier total des ménages peut être estimée de plusieurs façons. Le « ratio moyen » donne la part de la somme totale (de l'ensemble des ménages) des montants en actions dans le patrimoine financier total (de l'ensemble des ménages). Ce concept est le même que celui utilisé dans la **partie I**. Mais il est possible d'exploiter le fait que l'on dispose

(1) À partir de ce point, nous faisons l'hypothèse que tous les ménages ayant un produit de détention indirect possèdent des actions indirectement, ce qui a pour effet de sous-estimer la concentration de la détention indirecte. De plus les chiffres donnés s'entendent hors épargne salariale.

- La concentration de l'actionnariat parmi les ménages ... -

de l'information pour tous les ménages, en calculant le ratio de chaque ménage (c'est-à-dire son montant en actions divisé par son patrimoine financier total), puis en prenant la moyenne simple de ces ratios. La forte concentration des actions au sein des ménages se traduit par le fait que la moyenne des ratios est plus faible que le ratio moyen (5,7 % contre 15,7 % en 1997).

Le fait que le ratio moyen soit sensiblement supérieur à la moyenne des ratios indique que les montants détenus sont très inégalement répartis entre ceux (peu nombreux) qui les détiennent. La courbe de Lorenz (**graphique 17**) permet de visualiser les inégalités de patrimoine en actions (direct et indirect).

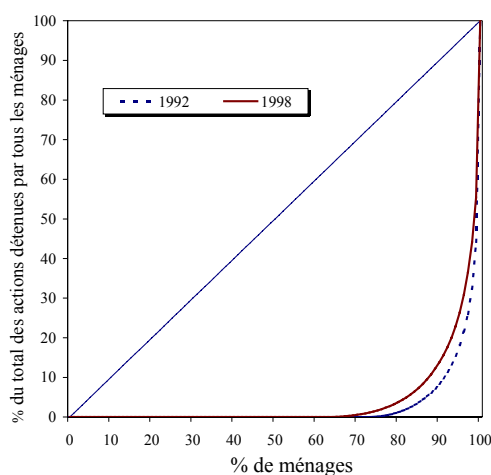
D'après son allure générale, on constate que la courbe de Lorenz du patrimoine en actions est bien plus proche de l'axe des abscisses que de la première bissectrice, ce qui caractérise une distribution très inégalitaire et par conséquent traduit un actionnariat très concentré : en effet, 1 % de très gros actionnaires détenaient en 1991 plus de 50 % du patrimoine en actions (en 1997, ils en détenaient un peu moins de la moitié).

Pour 1997, on retrouve que près de 63 % des ménages n'ont pas d'action mais on peut aussi préciser que 25 % détiennent 98 % du total, que 5 % détiennent 74 % ou encore que 1 % détient presque la moitié (45 %).

Cette forte concentration tend malgré tout à diminuer légèrement, ce que reflètent les indices de Gini ou le fait que la courbe de 1997 est plus proche de la bissectrice que la courbe de 1991 (à titre d'exemple, 80 % des ménages détiennent trois fois plus d'actions en 1991 qu'en 1997). Cette légère baisse des inégalités dans la répartition des actions s'est opérée des très gros actionnaires vers les petits et moyens actionnaires qui restent néanmoins peu nombreux.

- Partie II -

Graphique 17 Courbe de Lorenz : concentration du patrimoine en actions en France



Source : enquête « Patrimoine » de l'INSEE

Indices de Gini : 0,945 en 1991 et 0,917 en 1998. Ces indices (qui rendent compte de la surface entre la bissectrice et les courbes) sont très grands (très proches de 1). À titre comparatif, pour mettre en évidence de très grandes concentrations, on trouve en général des indices de Gini au voisinage de 0,6 ou 0,7 lorsqu'on étudie la concentration des patrimoines globaux.

En outre, le coefficient de Gini concernant la détention directe d'actions vaut 0,97 en 1997 (contre 0,91 pour l'indirecte) ; ce qui confirme que la détention directe est plus inégalement répartie que l'indirecte. De même, le coefficient de Gini pour le non-coté vaut 0,997 en 1997 (contre 0,975 pour le coté) : le coté est moins concentré que le non-coté¹. Ces deux résultats contribuent à expliquer les conclusions apparemment contradictoires entre taux de détention et montants (en comptabilité nationale) identifiées dans la **partie I**.

(1) Certes, la raison de l'écart aussi faible entre les deux indices est incertaine compte tenu des incertitudes de mesure ; il faut rester prudent quant aux conclusions. Cependant la forte différence de taux de détention entre le direct et l'indirect confirme que le coté est moins concentré que le non-coté.

3. Entre 1991 et 1997, la hausse du poids des actions dans le patrimoine financier des ménages résulte d'une plus grande diffusion

Entre 1991 et 1997, on constate une légère augmentation du ratio moyen de détention d'actions ainsi que de la moyenne des ratios. Il faut savoir que ces deux dates ne sont pas les plus significatives, concernant l'évolution de ces ratios. Sur le **graphique 4** la courbe reflétant la part des actions dans le patrimoine financier des ménages en France met en évidence cinq grandes périodes (diminution de ce ratio entre 1977 et 1982, augmentation du ratio entre 1982 et 1989, relative stabilité entre 1989 et 1995, augmentation entre 1995-2000, et enfin diminution à partir de 2000).

Tableau 13
Ratios : part des actions dans le patrimoine financier

	1991	1997
Ratio moyen	12,9 %	15,7 %
Moyenne des ratios	4,2 %	5,7 %

Source : enquête « Patrimoine » de l'INSEE

Une étude de l'évolution des ratios aurait donc sans doute été plus pertinente si les enquêtes avaient été faites à des « dates-clés » concernant les actions (comme par exemple 1995 et 2000, et non en 1991 et 1997 qui correspondent à deux dates où le ratio est sensiblement le même, bien qu'il soit dans une tendance opposée).

En niveau, le ratio moyen apparaît beaucoup plus faible que la part des actions dans le patrimoine financier calculée dans le point 1 de la **partie I** à partir des données de comptabilité nationale. Cet écart est principalement dû à la différence de traitement du non-coté (voir **annexe 7**).

La moyenne des ratios (part des actions dans le patrimoine financier) est la résultante de la proportion des ménages qui ont des actions (effet « taux de détention ») et de la part des actions dans le patrimoine financier des ménages détenteurs d'actions (effet « détention conditionnelle »).

- Partie II -

Mathématiquement, on peut écrire :

$$\bar{m} = \frac{1}{N} \sum_i^N \frac{A_i}{P_i} = \frac{D}{N} \times \frac{1}{D} \sum_i^D \frac{A_i}{P_i} = \text{taux de détention} \times \text{détention conditionnelle}$$

en notant \bar{m} la moyenne des ratios, N le nombre total de ménages, D le nombre de ménages détenant des actions, A le montant en actions, P le montant du patrimoine financier.

Tableau 14
Taux de détention et détention conditionnelle

	1991	1997
Taux de détention	27,0 %	37,1 %
Détention conditionnelle	15,7 %	15,4 %
Moyenne des ratios *	4,2 %	5,7 %

* En appliquant la formule, on a bien la décomposition suivante : en 1992 : 27 % × 15,65 % = 4,23 %. En 1998 : 37,1 % × 15,37 % = 5,7 %

La détention conditionnelle étant stable (même légèrement décroissante entre 1991 et 1997), la hausse de la part des actions dans le patrimoine des ménages vient plus d'une augmentation du nombre d'actionnaires que d'un plus grand attrait pour les actions de la part de ceux qui en possédaient déjà.

4. Profil socio-démographique des détenteurs

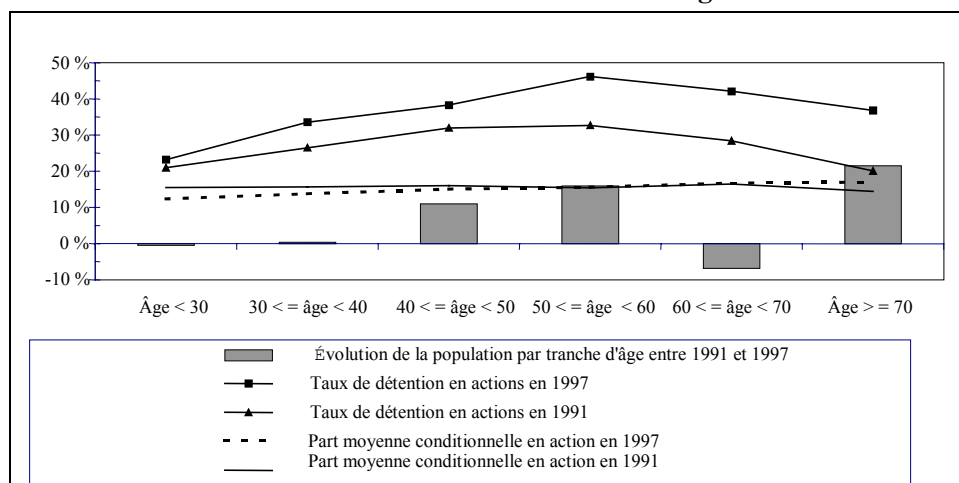
4.1. Détention d'actions en vue de la préparation à la retraite : impact de l'âge sur la détention d'actions

Il s'agit ici de tester l'hypothèse suivante : la hausse de la part des actions dans le patrimoine des ménages français s'explique-t-elle en partie par l'arrivée des générations du baby-boom, plus nombreuses, à l'âge de 40-50 ans, âge auquel elles se constitueraient une épargne retraite complémentaire par l'achat d'actions ?

Le **graphique 18** ci-après montre la relation entre âge ¹ et détention d'actions :

(1) L'étude de l'effet de l'âge est rendue un peu plus délicate du fait que l'enquête porte sur les ménages et non sur les individus. L'âge utilisé ici est celui de la « personne de référence ». Il s'applique à l'ensemble du ménage, ce qui peut mener à mélanger certains effets.

Graphique 18
Taux de détention d'actions en fonction de l'âge en France



Source : enquête « Patrimoine » de l'INSEE

On constate que le taux de détention croît avec l'âge jusqu'à 50-60 ans, avant de diminuer légèrement. Or, outre la tranche des plus de 70 ans, les tranches dont la population a le plus augmenté entre les deux dates sont celles des 40-50 ans et des 50-60 ans, c'est-à-dire celles des baby-boomers. Par ailleurs, la détention conditionnelle (part des actions dans le patrimoine financier de la sous-population des détenteurs d'actions) est peu sensible à l'âge en 1991 et légèrement croissante avec l'âge en 1997. Ainsi, les tranches d'âge qui ont structurellement plus souvent des actions sont celles dont la population a augmenté le plus. Il est donc logique, toutes choses égales par ailleurs, que l'on observe une augmentation de la part des actions dans le patrimoine de l'ensemble des ménages français. Cependant un effet de génération s'ajoute à cet effet d'âge mais il est difficile de dissocier les deux effets sur une courte période.

4.2. Impact de la catégorie socio-professionnelle

Les différentes catégories socio-professionnelles (CSP) ¹ présentent des profils nettement différents en terme de taux de détention d'actions (voir **graphique 19**). Ouvriers et employés sont moins nombreux à détenir des actions que la moyenne des Français ; les professions intermédiaires mais surtout les professions libérales, artisans et cadres ont un taux supérieur à la moyenne. Ces

(1) Les retraités ont été intégrés à la CSP de leur dernier emploi.

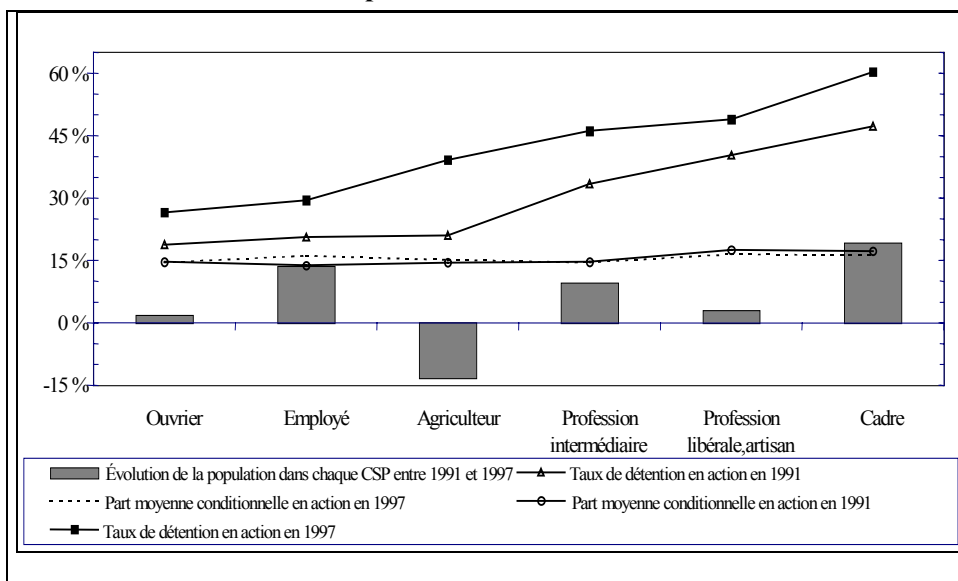
- Partie II -

différences recourent un effet de revenu, mais reflètent aussi différentes situations concernant la préparation de la retraite. L'ensemble des catégories a vu son taux de détention augmenter d'une dizaine de points entre 1991 et 1997, sauf les agriculteurs pour qui la hausse atteint 18 points.

En revanche, la détention conditionnelle est très stable selon les CSP (entre 13 et 17 % du patrimoine financier) et n'a presque pas varié entre 1991 et 1997.

Les CSP qui ont connu la plus forte hausse de leurs effectifs entre 1991 et 1997 (cadres, employés, professions intermédiaires) n'étant pas systématiquement celles qui ont le plus fort taux de détention, il est difficile de conclure à un effet structurel de la CSP sur l'augmentation du taux de détention global de la société française.

Graphique 19
Taux de détention d'actions en fonction de la catégorie socio-professionnelle en France



Source : enquête « Patrimoine » de l'INSEE

5. Comparaisons internationales

5.1. Une progression importante de la détention d'actions par les ménages

Certains autres pays de l'OCDE mènent des enquêtes du même type que l'enquête « Patrimoine » de l'INSEE ¹. Les comparaisons internationales sont difficiles pour trois raisons : la première concerne la fiabilité respective des enquêtes de chaque pays ; la deuxième est que les pays ne mènent pas tous leur enquête la même année ; la troisième concerne les concepts utilisés, qui ne sont pas toujours harmonisés d'un pays à l'autre, soit pour des raisons de disponibilité des données, soit parce que l'approche utilisée n'est pas la même. D'une manière générale, il convient de rappeler que l'étude de l'actionnariat des ménages est un sujet complexe, en raison de la multiplicité des actifs financiers dans chaque pays et des différentes perspectives dans lesquelles chacun publie ses données. En conséquence, les chiffres recueillis sont disparates et, même lorsque des tentatives d'harmonisation des concepts sont menées, elles ne sont jamais totalement concluantes.

Ces précautions étant prises, le **tableau 15** donne des comparaisons en ce qui concerne la détention directe. Dans tous les pays, on constate une progression importante de cette détention directe depuis le début des années 1990 qui s'explique par des phénomènes d'offre (mouvements de privatisation, incitations fiscales à la détention d'actions, etc.) et/ou des phénomènes de demande (recherche de rendement à long terme par exemple).

(1) Les données internationales présentées dans cette partie proviennent principalement d'une étude de l'OEE (L. Guiso, M. Haliassos et T. Jappelli, « Stockholding : A European Comparison », 2002) présentée par D. Davydoff au groupe de travail. Cette étude exploite les enquêtes suivantes : « Survey of Consumer Finances » aux États-Unis, « Family Expenditure Survey » et « Financial Research Survey » au Royaume-Uni, « German Income and Expenditure Survey », « German Socioeconomic Panel » et « Spiegel-Verlag Survey » en Allemagne, « Survey of Household Income and Wealth » en Italie, « Center Saving Survey » aux Pays-Bas. Cette exploitation a été demandée par l'OEE. L'objectif de cette étude est de comparer le nombre et le profil des ménages détenant des actions (soit en direct soit via des OPCVM et fonds de pension) en harmonisant la définition des critères d'âge, de catégories socioprofessionnelles, de niveau d'éducation, de revenu et de patrimoine.

Tableau 15
Part des ménages détenant directement des actions

	1989 (1991 pour la France)	1998 (1997 pour la France)
États-Unis	16,8	19,0
Royaume-Uni	22,6	27,9
Allemagne	10,3	17,0
Italie	4,5	7,9
Pays-Bas	n.d.	14,4
France	8,5	15,0

Source : OEE

La France se place dans une position intermédiaire, avec des taux similaires aux taux allemands et néerlandais, mais inférieurs à ceux des pays anglo-saxons.

Pour la détention totale (directe plus indirecte), les comparaisons ne peuvent se faire que sur un concept différent de celui proposé dans les parties précédentes puisque les études menées sur les autres pays n'intègrent pas l'assurance-vie. Par contre, ils comprennent les fonds de pension et les OPCVM (y compris les OPCVM monétaires, qui pourtant ne sont pas investis en actions). On constate que pour la France, ces deux biais se compensent globalement, le chiffre de 23 % correspondant à celui proposé dans notre essai de chiffrage, ce qui en fait un bon ordre de grandeur, au moins pour cette année-là.

Tableau 16
Part des ménages détenant des actions
(direct et/ou via des parts d'OPCVM et des fonds de pension)

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

Source : OEE

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

On note une forte différence entre les pays où la retraite par capitalisation donne une forte importance aux fonds de pension (États-Unis, Royaume-Uni et dans une moindre mesure Pays-Bas) et les autres.

- La concentration de l'actionnariat parmi les ménages ... -

5.2. La diffusion des actions parmi les différentes catégories de ménages est contrastée

Le taux de détention d'actions des 5 % des ménages possédant le patrimoine financier le plus élevé est considérablement plus fort que celui des autres ménages dans tous les pays. Les situations sont cependant assez contrastées. Ainsi le taux de détention d'actions dans le 2^e quart des ménages est 13 fois plus élevé au Royaume-Uni qu'en Italie.

Tableau 17
Part de ménages détenant des actions en fonction du montant de leur patrimoine financier

	1 ^{er} quart	2 ^e quart	3 ^e quart	4 ^e quart	5 % supérieur
Allemagne (1993)	6,0	16,3	24,8	41,6	54,1
France	3,5	12,6	23,9	52,5	80,3
Italie	1,4	2,6	11,7	47,6	75,2
Pays-Bas	4,4	16,9	36,8	75,9	92,3
Royaume-Uni	9,1	34,0	58,8	76,6	89,0
États-Unis	4,4	38,3	66,0	86,7	93,7

Source : OEE

Lecture : parmi les 25 % de ménages allemands ayant le patrimoine le plus faible, 6 % détiennent des actions

5.3. Détention d'actions et classes d'âge

Dans tous les pays, à la fin des années 1990, le point culminant de la détention d'actions est à 50-59 ans. Cependant, aux effets d'âge s'associent d'importants effets de génération (par exemple, au même âge, les jeunes générations sont actuellement, en général, plus détentrices d'actions que les plus anciennes), qui font que cette photographie par classes d'âge ne se reproduira pas forcément à l'identique sur le long terme.

Tableau 18
Détention des actions en fonction de l'âge en 1998

En pourcentage	< 30	30-39	40-49	50-59	60-69	> ou = 70
France	14,3	26,6	25,1	28,0	23,6	21,3
Allemagne (1993)	18,6	21,8	22,0	21,0	17,1	11,7
Italie	8,0	10,6	16,6	19,0	14,3	8,4
Pays-Bas	12,1	25,6	33,7	40,1	38,6	35,9
Royaume-Uni	31,0	46,7	53,8	56,5	47,7	29,2
États-Unis	34,3	51,8	58,3	61,4	47,1	32,4

Source : OEE

- Partie II -

Dans des pays tels que le Royaume-Uni et les États-Unis, le taux de détention chez les moins de trente ans est sensiblement plus élevé que dans les autres pays.

5.4. Détention d'actions et formation initiale

Il existe un lien positif entre les taux de détention et le niveau de formation initiale. Les différences entre pays sont cependant moins marquées qu'au regard des critères précédents, sauf en Italie (pour le niveau collège) où la diffusion de la « culture action » a commencé plus tard que dans les autres pays.

Tableau 19
Détention des actions en fonction du niveau d'étude en 1998

	Collège	Lycée/Bac	Formation supérieure Université
France	18,1	33,4	36,0
Allemagne (1993)	16,6	21,8	31,3
Italie	8,7	24,1	37,5
Pays-Bas	26,6	25,0	45,6
Royaume-Uni	26,0	39,6	59,0

Source : OEE

Le passage du simple au double constaté entre le niveau collège et le niveau formation supérieure pourrait correspondre à un simple effet revenu. En fait des travaux montrent qu'il existe bien un effet spécifique lié à l'éducation.

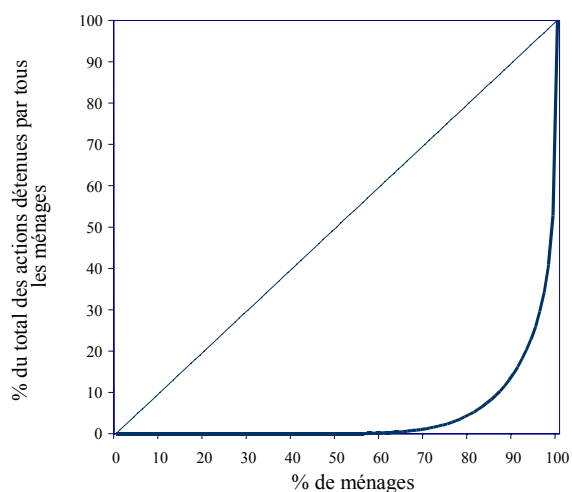
5.5. Concentration

La courbe de Lorenz pour 1998 aux États-Unis, montre que l'actionnariat est très concentré et que cette concentration est très proche de celle de la France.

La forte différence entre la France et les États-Unis dans les taux de détention (respectivement 23 % et 49 %) constatée dans le **tableau 14**, ne doit pas faire illusion quant à l'impact macro-économique de cette différence de structure : la frange de la population qui est actionnaire aux États-Unis mais qui ne l'est pas en France ne détient que 3 % des actions des ménages américains. Ainsi, si l'on supposait que seulement 23 % des ménages américains détenaient des actions, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages étudiée dans la **partie I** ne serait que très marginalement affectée (47 % au lieu des 48 %).

- La concentration de l'actionnariat parmi les ménages ... -

Graphique 20
Courbe de Lorenz : concentration du patrimoine en actions
aux États-Unis en 1998



Source : Survey of Consumer Finances
Indice de Gini : 0,915

Puisque les ménages américains détiennent globalement plus d'actions que les ménages français alors que la concentration de l'actionnariat y apparaît presque aussi forte qu'en France, cela signifie que la détention conditionnelle est très différente entre les deux pays : les ménages américains qui ont des actions en détiennent plus que les ménages français (en part du patrimoine financier). Cette différence provient principalement comme on l'a vu de la structure spécifique de la propriété du capital. Une autre explication peut venir de la propension croissante à la détention d'actions en fonction du patrimoine financier, ce dernier étant plus élevé aux États-Unis qu'en France.

CONCLUSION

Selon les données de la comptabilité nationale, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages français a fortement augmenté depuis la fin des années 1970, atteignant 30 % en 2001. Cela place la France en position médiane par rapport aux autres pays d'Europe continentale et en deçà des États-Unis et du Royaume-Uni. Ce résultat est obtenu après révision à la baisse du montant des actions non cotées détenues directement par les ménages suite aux travaux du groupe « Actions non cotées » du Commissariat général du Plan. La part du non-coté dans le patrimoine financier des ménages reste cependant prédominante. L'évolution de la part des actions détenues par les ménages au cours de ces trente dernières années est en France comme dans les autres pays fortement sensible aux cours boursiers; en particulier, leur chute récente a entraîné une réduction marquée du patrimoine en actions des ménages. Cette chute qui fait suite à la hausse exceptionnelle de la période 1997-2000, rappelle que le produit action est un actif financier de détention de long terme, connaissant une forte volatilité à court terme.

Les comparaisons internationales sont cependant délicates. Lorsque l'on recourt aux données de comptabilité nationale, en dépit des efforts d'harmonisation liés à la mise en place de standards internationaux (SNA 93, SEC 95), des difficultés persistent, en particulier pour la valorisation des actifs non cotés. Or il s'agit d'un point crucial dans le type d'analyse mené dans le cadre de ce rapport.

En terme de concentration, les inégalités de patrimoine en actions se sont réduites. Pour autant, une grande majorité de ménages ne possèdent pas ou très peu d'actions, ce qui est aussi le cas aux États-Unis. La faible diffusion des actions dans la population peut paraître paradoxale au regard de la théorie du choix de portefeuille. En effet, les actions représentent historiquement, à très long terme, un placement plus performant, contrepartie d'un risque plus élevé, que les autres placements financiers. En fait, la faiblesse de cette détention d'actions est cohérente avec les particularités de la structure économique française, marquée par le poids relativement fort des entreprises publiques et l'organisation collective de la protection sociale et d'une certaine forme de production (coopératives). Les dispositifs réglementaires et fiscaux ont par

- Conclusion -

ailleurs orienté l'épargne vers des produits à court terme ou vers des produits d'assurance-vie plutôt que vers les placements en actions. Des réformes ont cependant été réalisées au cours des dernières années pour inciter les épargnants à accroître le volume de leurs placements en actions, notamment au travers de l'épargne en entreprise. Ce dispositif doit néanmoins respecter les principes de diversification des risques.

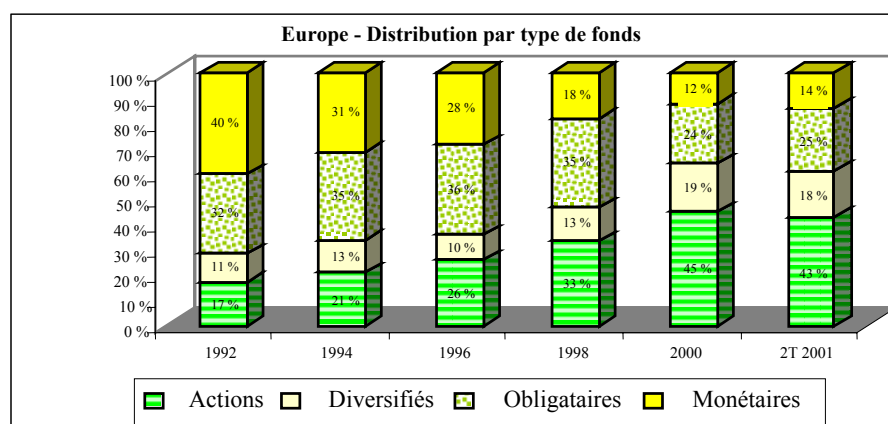
A N N E X E S

Annexe 1

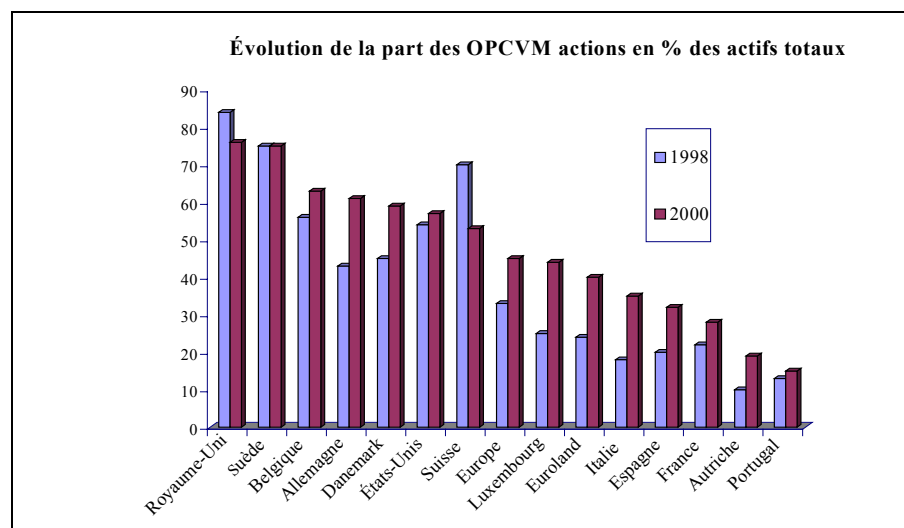
Fonds d'investissement dans le monde et placement en actions

(contribution de C. Pardo)

Les graphiques suivants sont extraits de la contribution de C. Pardo au groupe de travail.



Source : FEFSI



Source : ICI/FEFSI/AGG

Annexe 2

Les principaux résultats obtenus par les enquêtes sur la participation, l'intéressement, l'actionnariat salarié

- **L'enquête « Participation, intéressement, plan d'épargne d'entreprise et actionnariat des salariés » (PIPA) de la DARES**

L'enquête porte sur un échantillon d'environ 24 000 entreprises de toute taille des secteurs marchands non agricoles. Bien qu'elle ait un caractère obligatoire, le taux de non-réponse n'est que d'environ 65 % (les non-réponses concernent en fait les entreprises n'ayant pas d'accord).

Les principaux résultats pour l'exercice 1999 sont les suivants :

La participation légale concerne 5,8 millions de salariés. 72 % d'entre eux ont reçu une prime, dont le montant moyen a été de 976 euros (soit 4,1 milliards d'euros attribués par les entreprises). 64 % de la réserve spéciale sont affectés à un fonds commun de placement, 34 % à un compte courant bloqué, 1 % à l'attribution directe d'actions de l'entreprise (concernent uniquement celles gérées en compte nominatif par l'entreprise) et 1 % à des SICAV.

L'intéressement concerne 4,2 millions de salariés. 85 % d'entre eux ont reçu une prime, dont le montant moyen a été de 991 euros (soit 3,5 milliards d'euros attribués par les entreprises). Les primes moyennes attribuées sont comme pour la participation, plus importantes dans les petites entreprises.

Au total, ce sont 37,6 % de salariés qui ont bénéficié de l'un et/ou l'autre des deux systèmes.

Le PEE concerne 3 % des entreprises et 30 % des salariés ont la possibilité d'épargner.

9 % des entreprises ont déclaré compter parmi leurs salariés des actionnaires (la formulation de la question étant large, ce chiffre intègre certainement les *stock options*). Des salariés ont acquis des actions dans 1,4 % des entreprises.

Par rapport à l'enquête précédente, les grandeurs sont toutes à la hausse (montant, nombre de salariés concernés, etc.) à l'exception du nombre d'entreprises.

- **L'enquête « Patrimoine » de l'INSEE**

La dernière enquête menée d'octobre 1997 à janvier 1998, recense et décrit l'épargne salariale en entreprise pour la première fois. Elle a été réalisée auprès de 10 200 ménages. Les résultats portent sur les sommes versées au titre de la participation, de l'intéressement, du versement volontaire et de l'abondement et capitalisés par les ménages (les primes d'intéressement immédiatement encaissées par le salarié ne sont pas recensées par cette enquête, contrairement à l'enquête de la DARES citée supra). L'actionnariat salarié et les *stock options* ne sont pas abordés dans l'enquête.

En 1997, 22 % des salariés du privé détiennent de l'épargne placée en entreprise, soit environ 3 millions d'individus. Ce chiffre est difficilement comparable à celui issu de l'enquête auprès des entreprises réalisée par la DARES (notamment parce que l'enquête « Patrimoine » ne porte que sur l'épargne capitalisée : les primes directement versées sur le compte des salariés dans le cadre de l'intéressement n'étant pas recensées comme telles).

Cette épargne est placée sur un PEE pour plus de six salariés sur dix. Dans le cas où les salariés ne peuvent pas disposer d'un PEE, l'épargne est majoritairement placée sur un compte courant bloqué. Seul un salarié sur cinq bénéficiant d'un PEE déclare y effectuer des versements volontaires. Dans trois cas sur quatre ces derniers sont abondés facultativement par l'entreprise. Les trois quarts des salariés possédant un PEE savent comment est placée cette épargne.

Plus le salaire est élevé plus la probabilité de détenir de l'épargne salariale est forte et cette détention s'accroît avec l'ancienneté dans l'entreprise. Les jeunes salariés détiennent moins fréquemment de l'épargne salariale. Les salariés en CDD ont une propension beaucoup plus faible à détenir de l'épargne salariale que ceux en CDI. Corrigé de l'ancienneté, les individus de 25 à 40 ans ont une probabilité plus forte de détenir de l'épargne salariale que ceux de plus de 40 ans (déblocages anticipés ou non des fonds au-delà de 40 ans). Les montants d'épargne salariale varient beaucoup selon la CSP des salariés.

Annexe 3

L'énigme de la prime de risque

(contribution de M. A.Kleinpeter)

La littérature désignant « l'énigme » de la prime de risque est née d'un article de 1985¹.

En substance, celui-ci désignait une apparente contradiction entre :

- les séries de consommation globale semblant désigner une certaine propension à « lisser » la consommation ;
- les choix de diversification en matière d'actifs financiers, qui indiquaient une étonnante « réticence » à détenir des actifs risqués.

La première étape du raisonnement dérive la consommation globale d'un « comportement » de consommation agrégé (« l'agent représentatif ») qui s'exprime par un programme. Celui-ci vise à optimiser non pas seulement l'utilité apportée par la consommation présente mais aussi les utilités fournies par les consommations futures. Le programme s'établit donc sur les périodes futures en tenant compte de l'incertitude qu'elles recèlent. Le « lissage » de la consommation est alors à mettre en relation avec le patrimoine financier de l'agent puisque celui-ci constitue précisément le moyen de ce lissage (l'épargne comme consommation différée).

Or, un agent a le choix entre différents actifs financiers plus ou moins risqués. Si le risque est défini par la volatilité du rendement, l'écart entre le rendement « espéré » de l'actif risqué et le rendement du placement supposé « sans risque » définit la prime de risque. L'aversion au risque d'un agent est alors ce qu'il est prêt à « sacrifier » (en terme d'utilité d'une consommation future) en choisissant un actif non risqué.

(1) R Mehra et E. C. Prescott, « *The Equity Premium : a Puzzle* », « *Journal of Monetary Economics* », vol. 15, p 145-161, 1985.

En outre, une consommation présente est supposée (à la date courante où l'agent établit ses choix), offrir davantage d'utilité qu'une consommation future. Le coefficient d'actualisation (subjectif) de l'agent traduit alors sa « préférence » pour le présent.

Sous réserve d'une caractérisation simple de l'utilité de l'agent (séparable, c'est-à-dire ne dépendant à la date courante que des consommations présentes et futures), il existe une relation inverse entre l'aversion au risque et la préférence pour le présent.

L'énigme pourrait, en simplifiant, s'exprimer ainsi : si effectivement l'agent représentatif cherche à « lisser » sa consommation, pourquoi utilise-t-il si peu les actifs financiers qui, du fait de leur rendement plus élevé, permettent justement d'optimiser ce lissage ? Une volonté de lissage indique que l'agent se préoccupe de son futur, or le choix d'actifs plus risqués est précisément un moyen d'améliorer celui-ci. Il y a donc, en apparence, une forte aversion au risque de l'agent représentatif. Au regard d'études micro-économiques, l'estimation globale de cette aversion apparaît alors excessive.

Plusieurs voies de recherche ont depuis été explorées pour résoudre cette « énigme », c'est-à-dire rendre compatibles les modèles micro-économiques avec les comportements observés :

- celles consistant à revenir sur les hypothèses implicites du modèle que sont l'efficacité des marchés (par exemple l'absence de coûts de transaction en cas de changement de support d'épargne, ou l'absence de contraintes de liquidité réduisant les possibilités de reports de consommation), ou encore sur les hypothèses implicites de rendement (normalité). Bien que réalistes, ces études ne permettent cependant pas de redéfinir simplement le programme d'un agent « représentatif » ;
- celles consistant à affiner les spécifications micro-économiques de consommation. On peut citer l'aversion pour une « variation » du risque (l'épargne de précaution), la présence de corrélations entre revenu et patrimoine, ou encore des comportements « altruistes » (l'utilité d'un agent dépend par exemple de celle de ses descendants ¹

(1) L. Arrondel, A. Masson et D. Verger, « Comportements face au risque et à l'avenir et accumulation patrimoniale. Bilan d'une expérimentation », INSEE, document de travail n° C0201, mars 2002.

ce qui conduit à retenir la présence d'un facteur d'actualisation traduisant une préférence pour le présent) ;

- celles enfin, plus maniables pour des modèles macro-économétriques, consistant à lever l'hypothèse de séparabilité de la fonction d'utilité en introduisant de « l'habitude ». L'utilité présente dépend alors de l'utilité passée, exprimant ainsi un désir de conservation du « standing de vie ». Le consommateur, réticent à revoir à la baisse son niveau de consommation, peut alors retrouver, concernant le risque sur sa richesse, une aversion raisonnable. Ces modèles soulèvent cependant d'importantes difficultés d'estimation (exprimées par des non-linéarités)¹ et rendent plus complexe l'interprétation du facteur d'actualisation des ménages.

(1) O. Allais, L. Cadiou et S. Déas, « Habitudes de consommation et prime de risque sur le marché des actions dans les pays du G7 », « Économie et Prévision », n° 147, mars 2001.

Annexe 4
**Les actifs détenus « collectivement » par les ménages
dans leur patrimoine ou dans le patrimoine de l'État**
(contribution de M. A. Kleinpeter)

Cette note, essentiellement exploratoire, se compose de deux parties :

- identifier les actifs de l'État représentatifs de titres de propriété et poser les méthodes permettant de les valoriser en référence au marché ;
- estimer les participations détenues par les ménages qui s'apparentent à une propriété « collective » (mutualiste, coopérative...) sur des entités qui, par leurs activités dans le secteur concurrentiel, se rapprochent des sociétés de droit privé.

La valorisation de ces actifs, à partir d'hypothèses sur les prix, pourrait fournir alors l'ordre de grandeur d'un « fond fictif » dont disposeraient collectivement les ménages en vue de leur retraite hors d'un système par capitalisation.

Toutefois, il convient de rappeler le caractère très préliminaire de cette étude, du fait des hypothèses mobilisées, mais aussi, et surtout, de l'imprécision des informations fournies par la comptabilité nationale concernant les participations détenues par les ménages.

1. Les actifs de l'État

Dans les comptes financiers les actifs de l'État en titres de propriété sont distingués entre actions cotées, actions non cotées et autres participations (**tableau 1**) :

Tableau 1
Les actifs de l'État représentatifs de titres de propriété
Encours en fin d'année, en milliards d'euros

	2000	2001
Actions cotées	70	36
Actions non cotées	16	11
Autres participations	93	99
Total	179	147

Source : comptes financiers, Banque de France

- Annexe 4 -

Pour les actions cotées, la valorisation est évidemment immédiate. Le portefeuille est en outre très concentré, la valeur la plus importante, France Télécom, représentant fin 2001 près de 78 % du total. Avec la chute des cours en 2002, le portefeuille serait valorisé au troisième trimestre 2002 (point bas des cours boursiers) à environ 12 milliards d'euros. Le contexte boursier défavorable réduit donc les recettes potentielles de cessions.

Les actions non cotées et autres participations

Les actions non cotées et autres participations de l'État peuvent être ventilées entre les sociétés non financières, les institutions financières et les institutions publiques ¹ (tableau 2) :

Tableau 2
Actions non cotées et autres participations de l'État par secteur
Encours fin 2000, en milliards d'euros

	Actions non cotées	Participations
Sociétés non financières	14	16
Institutions financières		
Caisses d'Épargne	1	9
CDC		18
Divers *		1
Institutions publiques		
Banque de France		36
Organismes internationaux		12
Total	15	93

* Agence française de développement, CC de réassurance...

Source : SESOF

Une valorisation des actifs de l'État se limiterait a priori essentiellement aux titres sur les sociétés, qu'elles soient financières ou non financières. Pour ces dernières, le tableau ci-après détaille les principales actions non cotées et participations de l'État.

(1) Seule la décomposition sectorielle à fin 2000 était disponible au moment de la rédaction de cette note. Mais sachant que le mode de valorisation est hors marché et qu'elle se veut essentiellement préliminaire, la caducité des données est ici secondaire.

Tableau 3
Principales actions non cotées et autres participations
 Encours fin 2000, en milliards d'euros

Actions non cotées		Autres participations	
SOGEPA	4,4	EDF	12,6
SNECMA	2,4	GDF	4,6
IMPRIMERIE NATIONALE	2,1	RFF	1,5
THOMSON SA	2,0	LA POSTE	1,5
SNPE	0,9	AÉROPORT DE PARIS	1,3
FRANÇAISE DES JEUX	0,8	RATP	1,1
GIAT INDUSTRIES	-1	CHARBONNAGES DE FRANCE	-3,9
		SNCF	-5

Source : SESOF

Contrairement aux règles adoptées en comptabilité nationale pour les sociétés privées, les actions non cotées de l'État sont estimées d'après le bilan et correspondent aux capitaux propres des sociétés ¹. Pour les autres participations, ce principe s'applique aussi bien aux sociétés publiques et privées. En première approche, il serait donc possible d'appliquer un « *Price-to-Book* » (rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des fonds propres) aux titres non cotés de l'État.

La valorisation des titres non cotés, qu'il s'agisse des actions ou des autres participations, soulève cependant des questions difficiles :

- une évaluation financière supposerait de connaître les déterminants des résultats futurs des sociétés en question ; or certaines sociétés publiques peuvent avoir des engagements hors bilan (retraite...) importants et peu lisibles dans leur comptabilité ;
- les sociétés publiques bénéficient sur leur endettement d'une garantie de recouvrement plus importante que les sociétés privées du fait de l'absence de risque de faillite de l'actionnaire principal. A priori, cette garantie devrait inciter ces sociétés à être moins capitalisées que leurs homologues du privé. Une privatisation nécessiterait une recapitalisation préalable, qui réduirait d'autant les

(1) La présence de valeurs négatives est un peu curieuse s'agissant d'actions non cotées (GIAT Industries). Mais, selon l'INSEE, environ 13 % des sociétés non financières auraient aussi, à leur bilan social, des capitaux propres négatifs.

Annexe 4 -

recettes finales de cessions. Autrement dit, les contraintes de liquidités moindres des sociétés publiques justifieraient un *Price-to-Book* plus faible ;

- les sociétés publiques industrielles apparaissent plus capitalistiques que l'ensemble des sociétés. Ainsi, selon l'INSEE, la part des fonds propres détenus par l'État sur le champ des sociétés non financières s'élève à environ 7 %, pourcentage similaire s'agissant des effectifs. Toutefois, mesurée en part dans les immobilisations corporelles, la part de l'État est de l'ordre de 30 %. Les bilans des sociétés publiques semblent donc bien présenter un taux d'endettement important ;
- inversement, les participations détenues par certaines sociétés publiques dans des entreprises cotées (comme les participations d'EDF sur le reste du monde) devraient être revalorisées au prix de marché et accroître ainsi leurs fonds propres ; de même, la baisse passée des taux d'intérêt pourrait ex-post s'avérer à l'origine d'un effet de levier plus important dans les sociétés publiques ;
- enfin, et bien sûr, la volatilité empirique des *Price-to-Book* des sociétés privées, qui résulte principalement de celle des cours de Bourse, ne permet guère d'inférer des recettes de privatisation potentielles à partir des bilans comptables.

2. Les participations détenues par les ménages

Les « autres participations » détenues par les ménages s'élèvent fin 2000 à 136 milliards d'euros. Ces actifs recouvrent principalement des parts de SARL et des participations dans les sociétés mutualistes et coopératives. Mais la ventilation des actifs entre le secteur des sociétés non financières et celui des institutions financières reste sujette à d'importantes imprécisions.

On peut cependant isoler sommairement les participations détenues dans des grands établissements financiers coopératifs et mutualistes par une méthode indirecte, en retirant, parmi l'ensemble des autres participations, celles des sociétés financières qui peuvent être isolées.

Au passif des sociétés financières, l'encours des participations (code AF513) s'établit à :

- 38 milliards d'euros pour les sociétés d'assurances (mutuelles essentiellement) ;
- 89 milliards pour les institutions financières, dont 64 milliards détenus par l'État (36 milliards de la Banque de France et 28 milliards de l'ensemble « Caisse d'épargne et Caisse des dépôts », cf. **tableau 2**).

Dans le montant résiduel (63 milliards = 38 + 89 - 64) la part qui peut être attribuée aux ménages ne peut être évaluée directement.

La Banque de France ventile entre les secteurs institutionnels l'ensemble des participations non détenues par l'État selon une clef fixe (la même que celle utilisée pour les actions non cotées), que ces participations soient émises par des sociétés financières ou non financières. Mais il est probable que s'agissant des sociétés financières, qui correspondent à des réseaux bien identifiés (Crédit mutuel, Crédit agricole...) la part attribuée aux ménages (environ 55 % selon une information orale), constitue un minorant. Peu de sociétés non financières détiennent des participations dans ces établissements et même pour les sociétés financières, les affiliations passent plutôt par des actions non cotées. La participation détenue par les ménages pourrait donc être estimée grossièrement à environ 40 milliards d'euros (la clef donne 36 milliards). Au vu des performances des sociétés mutualistes et coopératives, un *Price-to-Book* analogue à celui des sociétés financières privées se justifierait sans doute davantage que pour le cas des participations de l'État.

Par solde, les autres participations des ménages dans les sociétés non financières s'établiraient alors à environ 96 milliards d'euros (136 – 40), sans qu'il soit possible de distinguer les sociétés de droit commun (SARL) et les sociétés à statut juridique spécial (coopératives agricoles...).

La comptabilité nationale opte pour la valorisation comptable de ces actifs (*Price-to-Book* à 1), et ceci bien que leur valeur effective de cessions, quand elle a lieu, puisse s'avérer différente. Mais faute d'études systématiques sur cette question,¹ l'approche « prudente » de la comptabilité nationale semble la plus indiquée pour une évaluation globale.

(1) Elle n'a été abordée systématiquement que pour les actions non cotées : cf. « Évaluation des actions non cotées par les transactions détectées dans LIFI », C. Picard, contribution n° 6 au rapport du groupe de travail du CGP « Actions non cotées », septembre 2002.

Annexe 5
Les dispositifs réglementaires et fiscaux en France
et leur évolution
(contribution de E. Bretin et S. Doisy)

- I. Le régime général de taxation de l'épargne mobilière : revenus, plus-values
- II. Les régimes dérogatoires en faveur de l'actionariat des ménages
- III. L'assurance-vie

1. Le régime général d'imposition des valeurs mobilières

Il repose sur la distinction traditionnelle entre :

- l'imposition des revenus de l'épargne (dividendes...) ;
- l'imposition des plus-values.

Concernant la fiscalité des revenus de l'épargne, il faut distinguer :

- le régime fiscal applicable aux produits de placement à revenu variable : les revenus des actions et parts sociales, les revenus assimilés distribués par les personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés ;
- les produits de placements à revenu fixe.

- Annexe 5 -

La fiscalité des revenus issus de placements à revenu variable

La dépense fiscale induite par l'abattement de 1 220 € /2 440 € est passée d'environ 1 100 € en 1993 à environ 1 400 € en 1995-1996 pour revenir à environ 400 € en 2000.

Trois caractéristiques essentielles :

- l'application du barème de l'impôt sur le revenu (+ prélèvements sociaux de 10 %) ;
- le mécanisme de l'avoir fiscal (= crédit d'impôt égal à 50 % des sommes distribuées) : permet de supprimer partiellement la double imposition IS/IR des dividendes ; stable au cours de la dernière décennie ;
- un abattement spécifique : abattement commun dividendes/obligations depuis 1986, 2 440 € pour un couple marié (1 200 € pour une personne célibataire) depuis 1988. Toutefois, depuis 1996, l'abattement est supprimé pour les revenus de placements à taux fixes.

La fiscalité des revenus issus de placements à revenu fixe

Elle se caractérise par le choix entre un assujettissement dans les conditions de droit commun à l'IR, et un prélèvement libératoire :

- en règle générale, taux de 15 % + prélèvements sociaux de 10 % (CSG et CRDS) = taux d'imposition de 25 % ;
- longtemps marqués par une grande hétérogénéité, les taux applicables aux différentes catégories de placements à revenu fixe ont fortement convergé depuis 1989 vers un taux unique de 15 %. Toutefois, les taux spécifiques sont encore nombreux.

La fiscalité des plus-values mobilières : le régime de droit commun

Il s'applique aux cessions à titre onéreux de valeurs mobilières cotées ou assimilées :

- le taux de l'impôt est fixé uniformément à 16 % majoré des contributions sociales de 10 % ;
- les seuils de cessions annuelles, au-delà desquels les plus-values réalisées sont imposables, ont considérablement diminué ces dernières années : ils sont passés de 52 260 € en 1995 à 7 623 € en 2001 (7 fois moins élevés).

2. Les régimes dérogatoires en faveur de l'actionariat des ménages :

2.1. Les mesures visant à encourager l'épargne longue investie en actions : le plan d'épargne en actions (PEA)

- Créés en 1992 : auparavant, à partir de 1983, le CEA faisait bénéficier leur titulaire d'une réduction d'impôt égale à 25 % des achats nets de valeurs effectués, dans la limite de 1 067 € pour une personne seule (2 134 € pour un couple), sous la réserve d'une détention de 5 ans.
- Les PEA peuvent contenir des actions ou des OPCVM.

	Impôt sur le revenu	Prélèvements sociaux
Retrait avant 2 ans	Imposition du gain net au taux de 22,5 % si le seuil annuel de cession (7 623 €) est dépassé	10 %
Retrait entre 2 et 5 ans	Imposition du gain net au taux de 16 % si le seuil annuel de cession (7 623 €) est dépassé	
Retrait après 5 ans	Exonération	<ul style="list-style-type: none"> - 0 % sur la fraction du gain acquise avant le 1-2-1996 - 0,5 % sur la fraction du gain acquise entre le 1-2-1996 et le 31-12-1996 - 3,9 % sur la fraction du gain acquise entre le 1-1-1997 et le 31-12-1997 - 10 % sur la fraction acquise à partir du 1-1-1998
Sortie en rente viagère après 8 ans	Exonération	10 % sur une fraction du montant de la rente représentatif des revenus de l'épargne

2.2. L'épargne salariale avec le plan d'épargne entreprise (PEE)

- Créés en 1967, les PEE peuvent recevoir des titres de l'entreprise, des OPCVM, des actions...
- Avantages fiscaux profitant à l'entreprise :
 - sommes versées déductibles du bénéfice imposable ;
 - elles sont exonérées de charges sociales et de taxe sur les salaires dans la limite de 2 287 € (3 430 € si le PEE contient des actions de l'entreprise).
- Avantages fiscaux profitant aux salariés :
 - si blocage des sommes pendant cinq ans, exonération d'IR ;
 - prélèvements sociaux de 8 % à l'entrée (CSG + CRDS) ; 10 % pour les revenus du capital en sortie ;
 - en revanche, les versements volontaires des salariés ne donnent droit à aucune exonération au titre de l'IR.
- Loi de 2001 – création du PPESV :
 - épargne longue : 10 ans ;
 - plafond de l'abondement plus élevé (300 % du versement du salarié avec un plafond de 4 600 € par an).

2.3. Les mesures visant à encourager l'épargne à risque et l'innovation

- Les fonds communs de placement à risque (FCPR) (1983) : le portefeuille du fonds doit être composé de 50 % au moins de titres de sociétés non cotées, ou cotées au nouveau marché : exonération d'IR des produits et des plus-values si ces sommes sont réinvesties pendant au moins cinq ans dans le fonds.
- FCPI : réduction d'IR de 25 % du montant investi dans la limite de 22 867 € (depuis 2002 : 24 000 €) pour un couple, à condition de conserver les parts pendant cinq ans, et exonération des produits.

3. Le régime fiscal de l'assurance-vie

- Le régime fiscal de l'assurance-vie a connu depuis 1990 une très grande instabilité.
- Deux tendances importantes illustrant le souhait des gouvernements successifs de diminuer les avantages fiscaux dont bénéficiait l'assurance-vie :

- la remise en cause de l'avantage fiscal à l'entrée, à savoir la réduction d'impôt consentie sur les primes versées par le souscripteur ;
- la diminution des avantages au titre de l'impôt sur le revenu.

Date du rachat ou du dénouement				
	Sortie en capital ¹			Sortie en rente viagère
	Avant 4 ans	Entre 4 et 8 ans	Après 8 ans	
	Contrats conclus à partir du 26-9-1997	Imposition des produits à l'IR ou, sur option, au prélèvement libératoire au taux de 35 %	Imposition des produits à l'IR ou, sur option, au prélèvement libératoire au taux de 15 %	Cas général : <ul style="list-style-type: none"> • Abattement annuel de 4 600 € (9 200 € pour les couples mariés) • Imposition de la fraction excédentaire à l'IR avec possibilité d'option pour le prélèvement libératoire au taux de 7,5 % Contrats « DSK » : exonération

(1) Sauf pour les contrats en unités de compte, la sortie n'entraîne aucune taxation sociale car les produits ont été soumis aux prélèvements sociaux lors de leur inscription en compte.

Date du rachat ou du dénouement				
	Sortie en capital ¹			Sortie en rente viagère
	Avant 4 ans	Entre 4 et 8 ans	Après 8 ans	
Contrats conclus entre le 1-1-1983 et le 26-9-1997	Imposition des produits à l'IR ou, sur option, au prélèvement libératoire au taux de 35 %	Imposition des produits à l'IR ou, sur option, au prélèvement libératoire au taux de 15 %	<p>1. Cas général :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Exonération des produits de l'épargne versée avant le 1-1-1998 ² • Imposition des produits de l'épargne versée à partir du 1-1-1998, sous déduction d'un abattement annuel de 4 600 € (59 200 € pour les couples mariés) : <ul style="list-style-type: none"> - soit à l'IR - soit, sur option, au prélèvement libératoire au taux de 7,5 % <p>Contrats à primes périodiques : exonération des produits des versements n'excédant pas ceux initialement prévus</p>	Rente viagère soumise à l'IR et aux prélèvements sociaux sur une fraction de son montant
Contrats souscrits avant le 1-1-1983	Exonération			

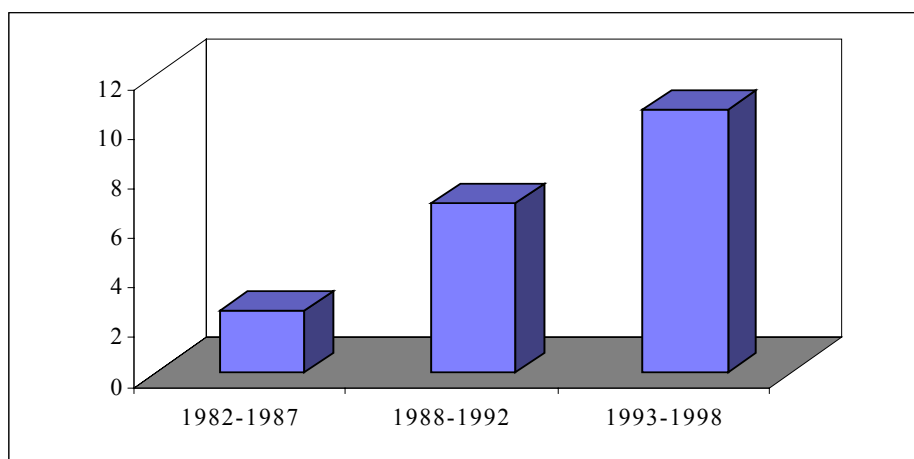
(1) Sauf pour les contrats en unités de compte, la sortie n'entraîne aucune taxation sociale car les produits ont été soumis aux prélèvements sociaux lors de leur inscription en compte.

(2) S'agissant des versements effectués du 29-9-1997 au 31-12-1997, seuls ouvrent droit à exonération les versements programmés effectués en exécution d'un engagement antérieur et les versements exceptionnels autorisés dans la limite de 200 000 F (30 490 €).

4. Conclusion

- Grande complexité des régimes de droit commun : l'exemple le plus frappant est celui de l'assurance-vie.
- Pléthore de régimes dérogatoires.
- Instabilité chronique : pendant la période 1981-1998, plus de 100 mesures affectant la fiscalité des revenus du capital ont été recensées.

Graphique 1
Évolution du nombre annuel de mesures concernant l'épargne



Annexe 6
Fiscalité des produits d'épargne : une comparaison internationale
(contribution de Th. Laurent et Y. L'Horty)

Objet de l'étude

Mesurer le poids de la fiscalité sur les revenus des produits d'épargne, en comparaison internationale.

⇒ Dimension seulement descriptive et comparative.

Problème

- 1) Les règles fiscales sont très diverses selon les pays et il n'y a pas de définition des produits d'épargne standardisée au niveau international.
- 2) Dans chaque pays et pour chaque produit d'épargne, la charge fiscale peut varier en fonction des caractéristiques de l'individu ou du ménage et de la structure de son portefeuille.

Solution/parti pris méthodologique

- 3) On raisonne sur une typologie des produits d'épargne en sept classes d'actif.
- 4) On s'intéresse au taux marginal de prélèvement pour un ménage de revenu moyen dans chaque pays (et aussi 2 fois et 4 fois le revenu moyen).

Champ de l'étude

- 12 pays
 - 8 dans la zone euro : Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, France, Allemagne, Italie, Espagne et Portugal ;
 - 3 en dehors : Royaume-Uni, Danemark, et Suède ;
 - plus États-Unis.
- 7 catégories de produits d'épargne
 - revenus tirés de l'épargne liquide (comptes courants rémunérés et à terme) ;
 - les revenus des obligations ;

- Annexe 6 -

- les dividendes ;
 - les gains en capital à court ... ;
 - ...et à long terme ;
 - les produits d'assurance-vie ;
 - l'épargne retraite facultative.
- Une coupe : année 2001 (revenus de 2000 pour impôts différés)

Limites

- Ne porte que sur la fiscalité des résidents.
- Ne prend pas en compte l'évasion fiscale ou la non-déclaration : hypothèse de « l'épargnant civique »
- Les taxes locales sont incluses ainsi que les contributions sociales (particulièrement importantes en Belgique et en France).
- Les produits particuliers qui font l'objet de dérogation aux règles fiscales générales de chaque pays, *a fortiori* lorsqu'ils sont complètement défiscalisés, ne figurent pas dans la partie comparative de l'étude.

Méthode

Une méthodologie unique pour tous les actifs et tous les pays : approche comparative.

Deux étapes successives :

- Partie I : détail des fiscalités par pays pour chaque classe d'actif.
- Partie II : comparaison des taux effectifs marginaux de prélèvements pour chaque classe d'actif et dans chaque pays.

Le taux effectif marginal de prélèvement

La charge fiscale est résumée à l'aide d'un indicateur synthétique : le taux marginal effectif de prélèvement.

Exemples

- un taux de 10 % signifie que les prélèvements obligatoires grèvent de 10 % le rendement réel du produit d'épargne ;
- un taux de 100 % signifie que le rendement réel est complètement annulé par la fiscalité (le rendement net est égal à l'inflation) ;
- Le taux est négatif lorsqu'il y a un avantage fiscal net à la détention d'un actif (cas des produits longs dans beaucoup de pays).

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

Tous les calculs ont été effectués en neutralisant les différences de rendement selon les produits d'épargne (un taux nominal de 5 % a été retenu pour chaque type de produit) et les différences d'inflation selon les pays (un taux unique de 2 % a été retenu dans tous les cas).

⇒ 2 exogènes qui peuvent être modifiées à des fins de simulation (non présentées ici).

Résultats

- 1) **Les dividendes font l'objet de la taxation la plus lourde dans la plupart des pays, alors qu'il existe de larges divergences dans la taxation des plus-values à long terme**

Tableau 1
Taux marginaux effectifs de prélèvement *

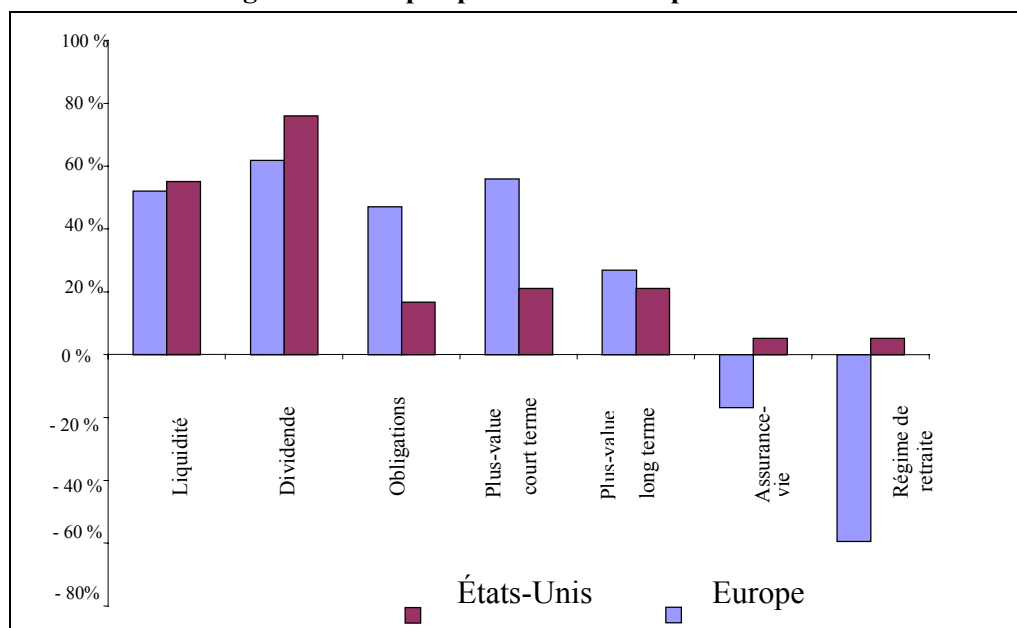
Pays/produit	Dividendes	Plus-values à court terme	Liquidités	Obligations	Plus-values à long terme	Assurance-vie	Fonds de pension et autres compléments de retraite
Suède	1,14	1,02	0,97	1,02	1,02	0,18	- 1,13
Danemark	0,42	0,98	0,71	0,71	0,42	0,12	0,13
Allemagne	0,89	0,68	0,61	0,68	0,09	- 0,36	0,11
Pays-Bas	0,69	0,48	0,48	0,50	0,00	- 0,21	- 0,03
Belgique	0,54	0,68	0,38	0,38	0,13	- 0,30	- 0,21
Espagne	0,49	0,38	0,40	0,38	0,29	0,02	- 0,53
Royaume-Uni	0,48	0,32	0,33	0,33	0,32	0,04	- 0,44
Luxembourg	0,49	0,65	0,65	0,33	0,02	0,06	- 0,88
France	0,61	0,43	0,42	0,42	0,43	0,02	- 1,36
Italie	0,28	0,21	0,45	0,21	0,21	0,06	- 0,74
Portugal	0,36	0,16	0,33	0,33	0,00	- 1,45	- 1,47
Pays européens	0,58	0,54	0,52	0,48	0,26	- 0,17	- 0,59
États-Unis	0,76	0,21	0,29	0,17	0,21	0,05	0,05

* Pour un ménage de revenu moyen de chaque pays

La fiscalité sur les plus-values est plus favorable aux États-Unis que dans la plupart des pays européens, mais celle sur les dividendes y est plus lourde.

Par ailleurs, les produits de type assurance-vie et épargne retraite font l'objet d'un avantage fiscal qui se traduit en Europe par un taux marginal de prélèvement négatif.

Graphique 1
Taux marginal effectif par produits en Europe et aux États-Unis

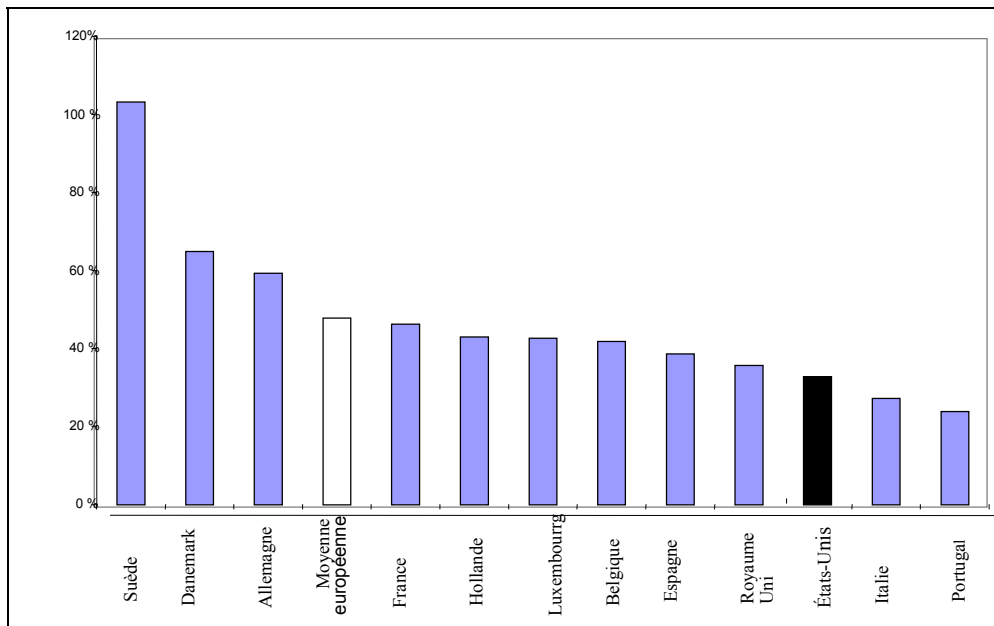


2) Au sein de l'Europe, plusieurs groupes de pays peuvent être distingués.

En utilisant le critère du taux marginal effectif moyen, hors fonds de pension et assurance-vie (**graphique 2**), il ressort la typologie suivante :

- Les pays du Nord, incluant l'Allemagne, ont la fiscalité la plus lourde, avec au sommet la Suède où le taux moyen dépasse 100 % du fait de l'importance des taxes locales (au taux de 31 %).
- Les pays du centre, avec la France et le Bénélux, ont les taux de prélèvement les plus proches de la moyenne européenne.
- Les pays du Sud ont les taux de prélèvement les plus faibles.
- Le Royaume-Uni enfin, est en dehors de cette typologie géographique avec des taux plutôt faibles et proches de ceux des États-Unis.

Graphique 2
Taux marginal effectif moyen par pays
(excepté assurance-vie et fonds de pension) *

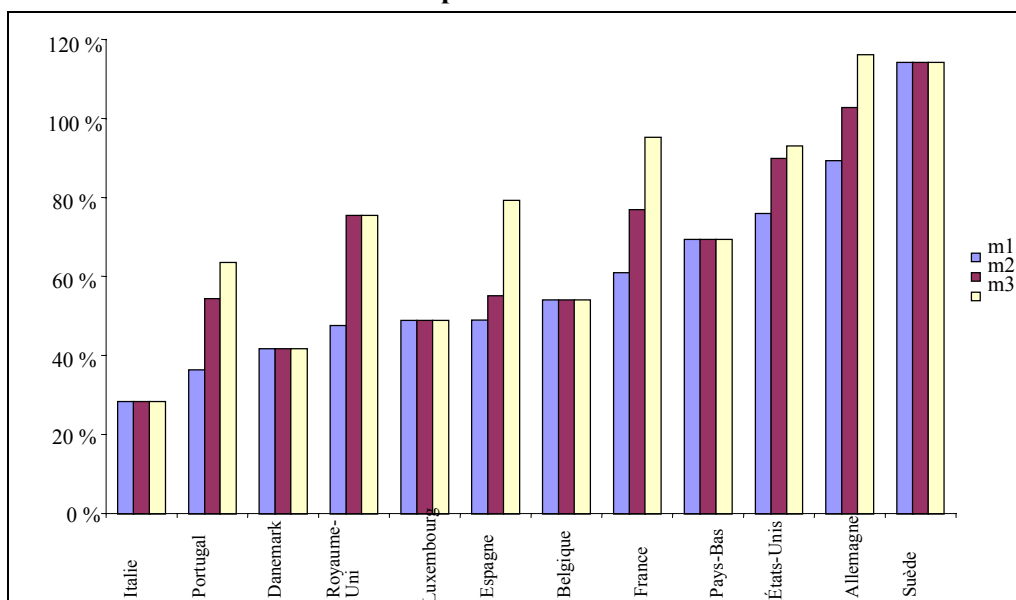


* Pour un ménage de revenu moyen

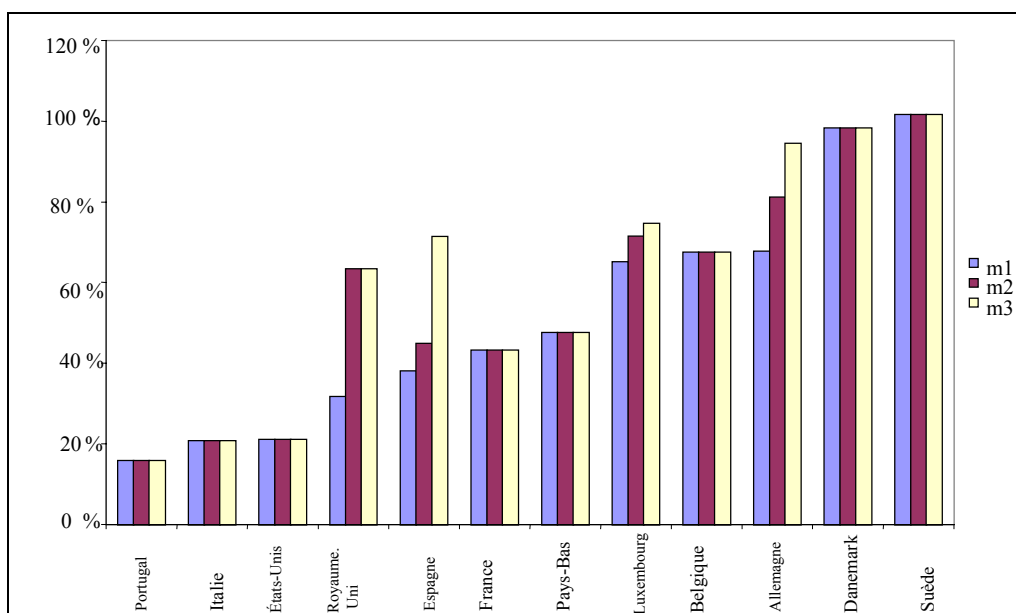
3) Il y a clairement peu de cohérence internationale dans l'usage de la progressivité des prélèvements en matière de revenu d'épargne.

Il n'est apparu en effet aucune relation claire entre le niveau de taxation pour chaque produit et la progressivité de cette taxation selon le revenu des ménages. Pour exemple, les **graphiques 3 et 4** montrent les taux marginaux effectifs pour trois niveaux de revenus dans chaque pays sur deux produits spécifiques (sachant que m1 correspond à un revenu moyen, m2 à deux fois le revenu moyen et m3 à quatre fois le revenu moyen). Des fiscalités progressives existent pour des produits différents dans des pays différents, que le niveau des taxes y soit faible, moyen ou élevé.

Graphique 3
Exemple des dividendes



Graphique 4
Exemple des gains en capitaux à court terme



- Annexe 6 -

4) La fiscalité est un élément essentiel pour comparer les rendements de l'épargne.

Même en considérant un rendement nominal identique pour toutes ces catégories de produits, les rendements réels sont très variables selon les produits et les pays.

Il n'y a d'ailleurs pas de classement stable des fiscalités des produits d'épargne selon les pays, car les taux de prélèvements sont très variables selon les produits au sein de chaque pays.

Annexe 7

Exploitation des montants de l'enquête patrimoine

Afin d'exploiter les montants des actifs détenus par les ménages tels qu'ils sont donnés par l'enquête patrimoine, il a fallu retraiter les données pour tenir compte des insuffisances ou des nécessités de l'enquête. Tout d'abord, il n'est pas demandé au ménage quel est le montant de sa détention pour un produit donné, mais seulement dans quelle tranche le montant se situe. Il faut donc transformer les tranches en montant précis¹. Ce travail a été réalisé par l'INSEE pour 1991 et 1997. Ensuite, les données ont dû être recalées, à partir des comptes financiers, pour des raisons de sous-déclaration dans l'enquête. Par ailleurs, le traitement du non-coté n'est pas homogène avec celui utilisé dans les comptes financiers, ce qui mène à de fortes différences.

Pour mesurer le montant d'actions détenues indirectement par les ménages, on a utilisé la même méthode que pour la comptabilité nationale (voir **encadré 2**) : en partant du montant détenu par un ménage en produit de détention indirecte (une SICAV par exemple), on a appliqué à ce montant l'effet de portefeuille (c'est-à-dire la part des actions dans le passif hors dettes de l'investisseur institutionnel considéré, OPCVM par exemple). Ces coefficients valent, en 1991, 20 % pour l'assurance-vie et 22 % pour les SICAV long terme et, en 1997, 23 % pour l'assurance-vie et 31 % pour les SICAV. Cette méthode a pour effet de sous-estimer la concentration de la détention indirecte car elle ignore les écarts entre ménages liés au fait que la part des actions dans le montant détenu sous forme d'OPCVM ou assurance-vie varie considérablement d'un ménage à l'autre.

1. Le recalage des montants de l'enquête « Patrimoine »

Les montants utilisés dans ce rapport sont des montants « recalés ». Lors de l'enquête, les ménages enquêtés ont tendance à sous-déclarer leur détention, soit en minimisant le montant de leurs actifs, soit en déclarant ne pas posséder des actifs qu'ils possèdent. En effet, la somme des montants déclarés par les ménages est systématiquement inférieure aux valeurs des comptes financiers. Cette sous-déclaration existe, de façon plus ou moins forte, pour tous les produits financiers détenus par les ménages.

(1) L'INSEE utilise pour cela la méthode des « résidus simulés » (cf. « *Économie et Statistique* » n° 296-297, p. 41, 1996).

- Annexe 7 -

Le recalage vise à corriger cette sous-déclaration et à rendre compatibles données agrégées d'enquêtes et comptes financiers. Pour chaque produit financier, on calcule le coefficient de recalage qui permet de passer de la somme des montants déclarés par l'ensemble des ménages à la valeur des comptes financiers. Ensuite, on multiplie les montants de chaque ménage par ce coefficient. Les coefficients utilisés sont les suivants :

Produit	Coefficient de recalage 1991	Coefficient de recalage 1997
Actions cotées/non cotées	2,68	1,20
Assurance-vie	4,45	3,17
OPCVM long terme	3,43	2,90
Patrimoine financier	2,73	2,34

Le cas particulier du non-coté est traité plus bas.

Notons que la méthode de recalage utilisée mène à augmenter le patrimoine de ceux qui ont déclaré posséder le produit étudié, mais pas à attribuer un montant positif à ceux qui déclarent ne pas posséder le produit, alors que la sous-déclaration peut provenir des deux cas de figure. Le recalage induit donc certainement un biais vers une concentration plus forte des patrimoines.

Pourquoi recalcr ?

La question se pose de savoir s'il faut corriger cette sous-déclaration. L'enquête n'ayant pas pour objectif d'évaluer des agrégats macro-économiques, mais des structures micro-économiques, ce n'est pas évident. De plus, comme rien ne permet de savoir de quel type d'erreur vient la sous-déclaration, une éventuelle correction sera affectée à tous les ménages, et ne changera pas certaines structures. Cependant, un problème se pose quand on souhaite comparer les résultats des enquêtes dans le temps (ce qui est notre cas). En effet, entre chaque enquête, le questionnaire est amélioré de façon à limiter les oublis ou erreurs. Ainsi, quand on veut étudier une hausse des montants détenus entre deux dates, les données brutes ne permettent pas de faire la différence entre l'augmentation qui est due à une meilleure couverture de l'enquête et l'augmentation qui est due au fait que les ménages détiennent réellement plus du produit étudié. Le recalage permet d'éviter ce problème.

2. Traitement des actions non cotées dans l'enquête « Patrimoine »

Les actions non cotées présentent de nombreuses particularités qui rendent difficile la comparaison des données de l'enquête avec celles des comptes financiers.

Tout d'abord, l'enquête patrimoine traite différemment les actions non cotées dites « de rapport » (actions d'une société dont le dirigeant ne fait pas partie du ménage) et les autres. Dans le premier cas, on demande aux ménages d'évaluer (comme pour les actions cotées) le montant de leurs actions non cotées. Dans le second cas, c'est la valeur des immobilisations physiques de l'entreprise qui est évaluée, sous la rubrique capital professionnel. En raison de cette non-homogénéité, ce qui est appelé actions non cotées dans cette partie ne concerne que les actions de rapport. En conséquence, on ne mesure ici qu'une partie des actions non cotées qui sont mesurées dans les comptes financiers.

Ensuite, le mode de valorisation des actions non cotées n'est pas le même. Dans les comptes financiers, les comptables nationaux multiplient les fonds propres comptables des sociétés non cotées par le ratio « capitalisation boursière/fonds propres » des entreprises cotées, lequel ratio valait plus de 3 en 1999. Lors de l'enquête, le ménage lui-même déclare combien valent ses actions. On peut supposer que la valeur déclarée ainsi est plus proche des fonds propres comptables, et certainement inférieure à la valeur des comptes financiers.

En conséquence, le montant des actions non cotées recensées dans l'enquête est largement plus faible que celui des comptes financiers. La diversité des raisons rendait difficile de recalculer le non-coté en fonction des comptes financiers comme pour les autres produits. C'est pourquoi le non-coté a été recalculé en utilisant le coefficient de recalage du coté (voir ci-dessus).

Annexe 8

Les enjeux de la diffusion de la détention d'actions par les ménages via l'épargne salariale

L'actionnariat en entreprise s'est développé dans le cadre de la « participation », de « l'intéressement » et des différents plans d'épargne. Du point de vue de l'entreprise, l'objectif est de mieux faire partager aux salariés les objectifs généraux de la firme.

- D'une part, il s'agit pour l'entreprise d'une nouvelle forme de rémunération. Ainsi, le premier « baromètre annuel de la gestion de l'épargne salariale ¹ » lancé début février 2001 traduit avant tout la recherche d'une nouvelle politique salariale. Plus de 50 % des entreprises interrogées considèrent ainsi que l'épargne salariale est une composante essentielle d'une politique de rémunération diversifiée, en complément des hausses de salaire ou de versements de prime. L'abondement est également mis en avant comme un complément de salaire lors des négociations salariales. Si l'enquête fait apparaître que 57 % des entreprises interrogées recherchent à travers l'épargne salariale une motivation des salariés et donc une amélioration de la productivité, les études empiriques sur la question de la productivité ont produit cependant des résultats mitigés ².
- D'autre part, l'objectif visé par l'entreprise au travers de l'actionnariat salarié est de créer un noyau d'actionnaires fidèles qui peuvent jouer le rôle de rempart à des offres publiques d'achat (OPA) ou offres publiques d'échange (OPE) hostiles. Des études ont confirmé ce raisonnement : les sociétés à forte participation salariale sont bien moins exposées que les autres à ces offres publiques. Pour qu'il puisse effectivement s'affirmer comme une composante

(1) J. P. Morgan Fleming Asset Monagement, Interépargne et Hervitt Associates. Ce baromètre est destiné à cerner les stratégies d'épargne salariale des entreprises. 102 entreprises, représentant 50 % de la capitalisation boursière du CAC 40 et 45 % du SBF 120, y ont participé. Les principaux résultats ont été repris par Sandrine Rol (2002).

(2) Cependant, une analyse de plus de 30 exemples sur 20 ans réalisée par Margaret Blair et Douglas Kruse (1999) indique que la performance des entreprises serait avec l'actionnariat salarié de 4 à 5 % plus élevée en moyenne. Il est cependant clair pour ces auteurs que la variance autour de cette moyenne étant élevée, l'adoption du seul actionnariat salarié ne stimule pas systématiquement la performance. Il apparaît notamment plus productif lorsqu'il est accompagné d'une offre aux salariés de plus de droits dans la prise de décision (Freeman et alii, 2000).

stable de la structure du capital, et donc comme un moyen efficace pour résister aux offres publiques inamicales, le poids des actionnaires salariés doit cependant atteindre un certain niveau (entre 5 et 10 % selon l'enquête réalisée par le groupe Altédia et la COB en mai 1999 auprès de 560 sociétés cotées).

Les entreprises ont donc intérêt à développer l'actionnariat salarié. Qu'en est-il des salariés eux-mêmes ?

C'est sans doute ici qu'existent en germe les plus nettes contradictions, les salariés-actionnaires pouvant chercher à utiliser leur surcroît de pouvoir dans la gestion de l'entreprise soit pour obtenir des avantages de salaire, fût-ce au détriment de la rentabilité à long terme de l'entreprise, soit au contraire pour soutenir une stratégie favorable à la pérennité de l'entreprise ou à l'obtention d'un rendement élevé de leur épargne.

Contrairement aux entreprises, l'épargne salariale n'est pas considérée par les salariés comme un complément de revenu¹ : 88 % d'entre eux ne l'incluent pas dans leur rémunération lorsqu'ils en parlent et 63 % préfèrent être augmentés plutôt que de bénéficier d'un complément de rémunération défiscalisé, mais bloqué. Or les écarts entre les deux sources de revenu sont très forts (voir **tableau 10** dans la **partie I** du rapport).

Selon la législation française, l'intéressement ne doit pas se substituer au salaire. Cependant, au-delà de la période d'installation de l'intéressement, un certain jeu sur la répartition entre augmentation de salaire et augmentation de la prime d'intéressement peut apparaître. Le respect de cette garantie d'ajout au salaire n'est cependant pas facile à vérifier².

Pour certaines études, s'il n'y a pas baisse des salaires en contrepartie des sommes versées dans le cadre de l'intéressement, la mise en place de ce dernier modifie bien les mécanismes de formation des salaires de base en modérant leur croissance³. Les résultats sont cependant contrastés selon la catégorie à laquelle l'entreprise appartient. C'est ce que conclut également une étude réalisée par Sylvie Mabile et

(1) Enquête en octobre 2001 réalisée par la SOFRES auprès de 2 000 personnes et commandée par l'Observatoire NOVACY de l'épargne salariale.

(2) À l'exception des entreprises où la prime d'intéressement est mensualisée, ce qui éloigne alors le dispositif de sa conception initiale, dont le caractère principal était la réversibilité (cf. étude de l'IRES et du GREE).

(3) T. Coutrot à partir de l'enquête ACEMO, « L'intéressement : vers une nouvelle convention salariale ? », revue « travail et emploi » n° 53, 1992.

publiée en 1998 dans « *Économie et Statistique* » qui montrait que, selon la taille de l'entreprise, l'intéressement pouvait s'avérer être un dispositif d'accroissement de la flexibilité salariale : ainsi, pour les PME, le salaire de base accompagnant l'intéressement n'était pas plus élevé, voire était même souvent plus faible que celui des établissements qui ne pratiquaient pas l'intéressement : l'écart est de - 2,6 % pour les établissements de moins de 20 salariés (de - 1,6 % pour ceux de 100 à 199), alors qu'il est de + 2,4 % pour les établissements de 500 salariés et plus ¹.

En ce qui concerne la participation, les études ne précisent pas si l'augmentation de la prime moyenne de participation est obtenue grâce à un bénéfice plus élevé des entreprises ou si elle résulte d'une valorisation de la réserve spéciale de participation (RSP : somme globale affectée à la participation) supérieure à la RSP obligatoire qui pourrait être la contrepartie d'une moindre hausse des salaires.

Ce nouveau modèle du salarié actionnaire ne doit pas non plus faire oublier les principes de base de diversification de portefeuille. Il serait dangereux d'inciter les ménages à investir massivement dans les actions de leur propre entreprise. L'investissement du salarié dans sa propre entreprise ² (plutôt qu'en diversifiant ses placements), le conduit en effet à ajouter, le cas échéant, le risque pesant sur son épargne au risque pesant sur son emploi. C'est pourquoi la réforme récente sur l'épargne salariale impose désormais aux entreprises de proposer au moins un support d'investissements diversifiés ³ (auparavant, de nombreux plans d'épargne et d'accords de participation ne prévoyaient qu'un unique support d'investissement orienté vers les actions de l'entreprise). Mais comme l'avait montré une enquête menée en 2000 par l'IRES et le GREE, ⁴ les entreprises peuvent influencer le choix du salarié en abondant davantage le fonds dédié au titre de l'entreprise. Cet

(1) Dans cette étude, globalement, dans les établissements couverts par un accord d'intéressement, le niveau de salaire de base est très légèrement plus élevé que dans les établissements n'ayant pas signé d'accord. Cependant, l'effet de l'intéressement sur les salaires de base décroît avec l'ancienneté de l'accord.

(2) Dans près de 60 % des cas, les actionnaires salariés qui participent à un PEE ou PEG détiennent des parts de FCPE exclusivement constitués d'actions de leur entreprise et dans 37 % des cas, ils détiennent en direct des actions de l'entreprise sur un compte individuel (résultat de l'enquête de Hervitt Associates).

(3) Le PEE doit désormais offrir au moins une formule de placement diversifié, c'est-à-dire ne détenant pas plus de 10 % des titres d'une même société ou d'un même groupe, et en premier lieu de l'employeur-actionnaire.

(4) « Retraite et épargne salariale : les initiatives d'entreprise », rapport financé par la MiRe et la Caisse des dépôts et consignations, juillet 2000.

- Annexe 8 -

abondement amène en fait à une hausse du rendement du placement ¹ mais n'en n'atténue pas le risque.

Des faillites retentissantes survenues récemment aux États-Unis, telles que celles d'Enron ou de WorldCom, rappellent les risques encourus par les salariés du fait du non-respect de la règle de diversification de « l'investisseur prudent ». Au début de l'année 2001, malgré les 19 autres options existantes laissées théoriquement au choix des salariés, le plan 401k d'Enron qui concernait 12 000 salariés contenait 61 % d'actions « maison » (contre en moyenne 48 % pour l'ensemble des plans 401k). Ce plan prévoyait par ailleurs une clause d'interdiction de revente de ces actions avant d'avoir atteint l'âge de 50 ans, sauf départ de l'entreprise. En ce qui concerne, le plan 401k de WorldCom, celui-ci était concentré à hauteur d'environ 40 % en actions de l'entreprise. À la différence d'Enron, l'employeur n'abondait pas exclusivement en actions de l'entreprise et les salariés du groupe pouvaient revendre leurs actions avant 59 ans en cas de situation financière difficile. Mais dans les deux cas, les salariés étaient fortement encouragés par leur direction respective à détenir des titres maison.

(1) L'intégration de la décote réservée aux salariés lors de l'achat des actions ainsi que l'abondement versé par l'entreprise, peut, selon R. Soubie (président du groupe Altédia), laisser une marge de baisse de 30 à 35 % aux salariés avant que ceux-ci constatent une perte par rapport à leurs seuls placements.

BIBLIOGRAPHIE

ALLAIS (O.), CADIOU (L.) et DEES (S.) : « Habitudes de consommation et prime de risque sur le marché des actions dans les pays du G7 », *Économie et Prévision*, n° 147, mars 2001

APROBERTS (L.), COLIN (T.), FRIOT (B.), PERNOT (J.-M.), VOLOVITCH (P.) : *Retraite et épargne : les initiatives d'entreprise*, rapport financé par la MiRe et la Caisse des dépôts et consignations à l'IRES et au GREE, juillet 2000

ARRONDEL (L.), MASSON (A.) et VERGER (D.) : *Comportements face au risque et à l'avenir et accumulation patrimoniale. Bilan d'une expérimentation*, INSEE, documents de travail n° C0201, mars 2002

ARROW (K.) : *Essays on the Theory of Risk Bearing*, Markham Publishing Company, 1971

ARTUS (P.) : « La valorisation boursière : une vision à très long terme », *Flash* n° 238, 2001

BOLDRIN (M.), DOLADO (J.), JIMENO (J.) et PERACCH (F.) : « The Future of Pension Systems in Europe : a Reappraisal », *Economic Policy* n° 29, 1999

BANQUE DE FRANCE : *Les porteurs de valeurs mobilières en 2001*, dossier de synthèse, juillet 2001

BANQUE MAGAZINE n° 613, dossier sur l'épargne salariale, avril 2000

BLANCHET (D.) : « Le débat répartition-capitalisation : un état des lieux », complément au rapport du CAE *Retraite et épargne*, 1998

BRILHAULT (G.), BAHUCHET (M. A.), HARNOIS (J.), « Le patrimoine national entre 1995 et 2000. Dynamisme des plus-values immobilières et boursières », *INSEE Première*, n° 804, septembre 2001

BROOKS (R.) : « What will Happen to Financial Markets when the Baby-boomers Retire ? », *IMF Working Paper*, WP/00/18, février 2000

BURRICAND (C.) : « Moins d'un salarié sur quatre détient de l'épargne placée en entreprise », *INSEE Première*, n° 755, janvier 2001

CAMPBELL (J. Y.) et SHILLER (R. E.) : « Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook », *Journal of portfolios Management*, n° 24, ou NBER, *document de travail*, n° 8221

- Bibliographie -

CHARPIN (J.-M.) : *L'avenir de nos retraites*, rapport au Premier ministre, La Documentation française, 1999

CHOCRON (M.) et GRANDJEAN (H.) : « Comportements des agents économiques au premier trimestriel 2000 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 82, octobre 2000

CONSTANTINIDES (G. M.), DONALDSON (J. B.) et MEHRA (R.) : « Junior Can't Borrow : a New Perspective on the Equity Premium Puzzle », *Quarterly Journal of Economics*, février 2002

COUTROT (T.) : « L'intéressement : vers une nouvelle convention salariale ? », *Travail et Emploi*, n° 53, 1992

COUTROT (T.) : « Relations sociales en entreprises : voir midi à sa porte », *Travail et Emploi*, n° 66, 1996

COUTROT (T.) et MABILE (S.) : « L'intéressement est-il un dispositif de flexibilisation salariale ? », *La revue de l'Économie sociale*, 1992

DAVYDOFF (D.) et MPACKO (A.) : *Le Financement des entreprises non financières en Europe et aux États-Unis, 1995-2000*, Observatoire de l'épargne européenne, 2002

DARES : « Les plans d'options sur actions (*stock options*) : un complément de rétribution adopté par la moitié des entreprises françaises cotées en Bourse », *Premières Informations et Premières Synthèses*, n° 10-1, mars 1999

DARES : « De bons résultats pour la participation et l'intéressement versés en 1998 », *Premières Informations et Premières Synthèses*, n° 34-2, août 1999

DARES : « Partage des profits et épargne salariale en 1999 », *Premières Informations et Premières Synthèses*, n° 14-1, avril 2001

DARES : « L'épargne salariale en 2000 », *Premières Informations et Premières Synthèses*, n° 171, avril 2002

DELAUNAY (J.-C.) : « Actionnariat et fonds de pension : le cas des États-Unis », *La Pensée*, n° 319-320, juillet-décembre 1999

DUMONTIER (F.), MARTINEZ (C.), ROINEAU (C.), ROUGERIE (C.) et TANAY (A.) : « Patrimoine des ménages en 2000 : une épargne plus risquée », *INSEE Première*, n° 756, janvier 2001

EL MEEKKAOUI (N.) : « Comportements financiers des fonds de pension dans les pays de l'OCDE », *Économie Internationale*, n° 70, *La revue du CEPII*, La Documentation française, 2^e trimestre 1997

De FOUCAULD (J.-B.), BALLIGAND (J.-P.) : *L'épargne salariale au cœur du contrat social*, rapport au Premier ministre, Collection des rapports officiels, La Documentation française, janvier 2000

FREEMAN (R. B.), KLEINER (M.M.) et OSTROFF (C.) : *The Employee Involvement and its Effects on Firms and Workers*, NBER, document de travail 8050, 2000

GALLAIS-HAMONNO (G.) et ARBULU (P.) : « La rentabilité réelle des actifs boursiers de 1950 à 1992 », *Economie et Statistique*, n° 281, 1995-1

GRANDJEAN (H.) : « Placements financiers des ménages et valeurs mobilières depuis 1994 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 94, octobre 2001

GUIISO (L.), HALIASSOS (M.) et JAPPELLI (T.) : *Household Portfolios : an International Comparison*, document de travail n° 48, CSEF, octobre 2000

GUIISO (L.), HALIASSOS (M.) et JAPPELLI (T.) : *Stockholding : A European Comparison*, OEE, 2002

HALIASSOS (M.) : « Stockholding : Lessons from Theory and Computations », dans GUIISO (L.), HALIASSOS (M.) et JAPPELLI (T.) : *Stockholding : A European Comparison*, OEE, 2002

MABILE (S.) et PERBEN (M.) : « Intéressement, négociation et politique salariale de l'entreprise : y a-t-il un lien ? », *Les dossiers de la DARES*, n° 7, 1997

MABILE (S.) : « Intéressement et salaires : complémentarité ou substitution ? », *Économie et Statistique*, n° 316-317, 1998-6/7

MAGNIADAS (J.) : « L'actionnariat des salariés : rendre le capitalisme populaire », *La Pensée*, n° 317, janvier, février, mars 1999

MALPOT (J.-J.) et PAQUEL (V.) : « Le patrimoine de rapport des ménages et ses performances », *Économie et Statistique*, n° 281, 1995-1

MEHRA (R.) et C. PRESCOTT (E.), « The Equity Premium : A Puzzle », *Journal of Monetary Economics* 15, 1985

MONFRONT (R.) : « Vingt-cinq ans de richesse des ménages », *Bulletin de la Banque de France*, n° 97, janvier 2002

MONTAGNE (S.) et SAUVIAT (C.) : *L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises*, document d'étude de l'IRES n° 42, mars 2001

OBSERVATOIRE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE EN EUROPE : *Quel regard portent les analystes financiers et les investisseurs européens sur l'actionnariat salarié ?*, 30 novembre 2000

- Bibliographie -

OBSERVATOIRE DE L'ACTIONNARIAT SALARIE EN EUROPE : *Réalité de l'actionnariat salarié dans les sociétés françaises cotées en 2000*, 20 juin 2001

POTERBA (M. J.) : « Demographic Structure and Asset Returns », *Review of Economic and Statistics*, novembre 2001

REMOND (A.) : *Épargne salariale et régime de croissance patrimoniale : l'individualisme comme projet social*, mémoire de DEA économie internationale et régulation sous la direction de Dominique Plihon, septembre 2000

RESEAU IPSE : « Le partage du profit en Europe. Institutions et effets comparés », *Cahier Travail et Emploi*, ministère de l'Emploi et de la Solidarité, La Documentation française, 1997

ROL (S.) : « L'épargne salariale : un nouveau levier de rémunération ? », in *Les entreprises françaises*, COÉ-Economica, 2002

SIEGEL (J.) : *Stocks for the Long Run*, (New York : McGraw-Hill), 1994

SZPIRO (D.) : « La diffusion des produits financiers auprès des ménages en France », *Économie et Statistique*, n° 281, 1995-1

TANAY (A.) : « Les actions plus rémunératrices que les obligations et l'or au XX^e siècle », *INSEE Première*, n° 827, février 2002

VERNIERE (L.) : « Fonds de réserves pour les retraites en Europe : les exemples de l'Irlande et de la Finlande », *Questions Retrait*, n° 2001-36, CDC, février 2001

MEMBRES DU GROUPE « ACTIONNARIAT DES MÉNAGES »

Président

M. GARNIER (Olivier), directeur de la stratégie et de la recherche économique à la Société générale Asset Management

Rapporteurs

M. BENTOGGIO (Guilhem), chargé de mission au Commissariat général du Plan

Mme GUILLOUX (Annick), chargée de mission au Commissariat général du Plan

Membres

M. BABEAU (André), Observatoire de l'épargne européenne (OEE)

M. BAUDRU (Daniel), service des sciences humaines à l'ENSICA

M. BOURNAY (Jacques), chargé de mission, division concepts et méthode des comptes nationaux, à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

M. BOUTILLIER (Michel), professeur à l'université de Paris-X-Nanterre, MODEM

Mme CHAMPAGNE (Valérie), inspection générale des Finances, ministère de l'Économie, des Finances et du Budget

M. CHERBONNIER (Frédéric), chef du Bureau industrie (C1) à la Direction de la Prévision

Mme CHOCRON (Monique), chef du SEVAM à la Banque de France

M. COEURE (Benoît), conseiller économique à la Direction du Trésor

- Membres du groupe « Actionnariat des ménages » -

M. DAVYDOFF (Didier), directeur de l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE)

M. ENJALBERT (Guy), DARES

M. ERNEWEIN (Alain)

M. GUERY (Jean-Claude), Sous-direction, marché des changes et politiques économiques, Direction du Trésor

M. GUICHENDUC (Jacques), directeur de projet Actionnariat salarié à ALTÉDIA

M. HOURRIEZ (Jean-Michel), chef de la division revenus et patrimoine des ménages à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

Mme LAMBOLEY (Claire), service salaire et participation financière à la Direction des relations du travail

M. MAILLARD (Paul), conseiller de l'AFG-ASFFI, vice-président de FONDACT

Mme MONFRONT (Régine), chargée de mission, Direction des études et des statistiques monétaires (DGEI-DESM) à la Banque de France

Mme NIKITEMKO (Nathalie), service représentation des salariés, Direction des relations du travail

M. PANSARD (Fabrice), responsable de la recherche épargne au service des études économiques et financières à la Caisse des Dépôts et Consignations IXIS

M. PARDO (Carlos), directeur des études économiques à l'AFG-ASFFI

M. QUINET (Alain), administrateur civil, synthèses macro-économiques et financières à la Direction de la Prévision

M. RABAULT (Guillaume), responsable de la stratégie à CCF Capital Management

M. REMOND (Antoine), doctorant au CEPN-CNRS, UMR 71-15, université de Paris-XIII

- Membres du groupe « Actionnariat des ménages » -

Mme ROMÉY (Carine), chargée d'étude au service des études et du développement du marché à la Commission des opérations de Bourse (COB)

Mme ROUGERIE (Catherine), responsable des enquêtes sur le patrimoine des ménages à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

Mme ROUGES (Dominique), chef du service d'études sur les valeurs mobilières, Direction des études et statistiques monétaires à la Banque de France

Mme SAUVIAT (Catherine), économiste à l'Institut de recherches économiques et sociales (IRES)

M. SESSIN (Thierry), rapporteur de la Mission gouvernementale Balligand-de Foucauld sur l'épargne salariale

M. THOMPSON (John), conseiller financier, Direction des affaires financières fiscales et des entreprises (DAFFE) à l'OCDE

M. VIGNEAU (Stéphane), département des comptes nationaux à l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE).

Commissariat général du Plan
Service économique, financier et international

Mme DEBONNEUIL (Michèle), chef du service

M. CHOPRA (Moustanshire), chargé de mission

M. Du TERTRE (Renaud), chargé de mission

M. ISNARD (René), adjoint du chef de service pour les questions financières

M. KLEINPETER (Marc-Antoine), chargé de mission

M. PASSET (Olivier), chargé de mission.

CONTRIBUTIONS AU GROUPE

M. BABEAU (André), OEE : Composition des patrimoines financiers et des flux de placements financiers des ménages en Europe et aux États-Unis

M. BAHUCHET (Marc-Alain), Banque de France : Le patrimoine national et la part des actions dans celui-ci

Mme BONNET (Carole), DREES : Comptabilité générationnelle et intergénérationnelle en France (étude de juin 2001)

M. BRETIN (Emmanuel), Direction de la Prévision : Les dispositifs réglementaires et fiscaux existants en France et leur évolution

Mme CHOCRON (Monique), SEVAM-Banque de France : Placements financiers des ménages et valeurs mobilières depuis 1994

Mme CUMUNEL (Chantal), Observatoire de l'actionnariat salarié en Europe : Présentation des travaux de l'organisme

M. DAVYDOFF (Didier), OEE : La détention d'actions par les ménages européens : tendances récentes

M. DOISY (Sébastien), Direction de la Prévision : Les dispositifs réglementaires et fiscaux existants en France et leur évolution

M. ISNARD (René), Commissariat général du Plan : Prise en compte des actions non cotées

Mme JALLET (Françoise), DARES : Enquête PIPA et résultats

Mme KRIEF (Hélène), Stagiaire au Commissariat général du Plan : Exploitation statistique des enquêtes Patrimoine de l'INSEE, sous la direction de C. ROUGERIE.

M. L'HORTY (Yannick), OEE : Fiscalité des produits d'épargne : une comparaison internationale

M. NAHMIAS (Laurent), SEVAM-Banque de France : Détention des actifs financiers : articulation enquêtes INSEE et SOFRES

M. PARDO (Carlos), AFG-ASFFI : Fonds d'investissement dans le monde et placements en actions. Le poids de la gestion collective

- Contributions au groupe -

M. PERNOT (Jean-Marie), IRES : L'épargne salariale en France : les enseignements d'une enquête en entreprise

M. PIERMAY (Michel), Fixage : Analyse classique du choix de portefeuille. Limite d'utilisation des modèles d'allocation d'actifs

Mme SAUVIAT (Catherine), IRES : Épargne salariale aux États-Unis

M. SEDILLOT (Béatrice), INSEE : Division des revenus et patrimoine des ménages. Enquête Patrimoine 1998 sur l'épargne salariale

M. SESSIN (Thierry), Les enjeux macro-économiques de l'épargne salariale

Mme TANAY (Alice), INSEE : Division des revenus et patrimoine des ménages. Taux de détention individuelle d'actifs financiers. Première comparaison des résultats des enquêtes INSEE et SOFRES. Performances comparées des actions de 1914 à nos jours par rapport à celles de l'or et des obligations

M. THOMPSON (John), OCDE : Les investisseurs professionnels. Les actifs financiers des investisseurs institutionnels en pourcentage du PIB