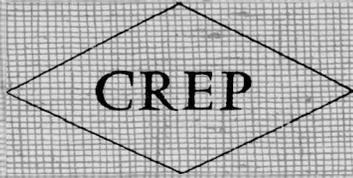


C.R.E.D.O.C.
BIBLIOTHEQUE



CENTRE DE RECHERCHE ÉCONOMIQUE
SUR
L'ÉPARGNE

Sou1967-2344

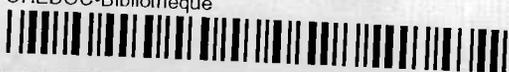
CAHIERS

BIBLIOGRAPHIQUES

L'Épargne cahiers
bibliographiques N°2 / B. de
Bagneaux. (Mars 1967).

N° 2 - 1967

CREDOC•Bibliothèque



RS 012

Note bibliographique sur :

I. FRIEND : "Institutional Data as a source of New Information for Use in Social Accounting System"

/- Extrait de "The flow-of-funds approach to social accounting"⁷
/_ St in I.W. n° 26 -N.B.E.R.- 1962 p. 297 à 314

Objet du papier :

Souligner l'importance pour les comptabilités économiques de chiffres existant dans les documents des institutions financières. On peut en effet trouver à cette source les premières données viables sur la distribution de certains placements, de certaines dettes et de l'épargne courante parmi les groupes socio-professionnels. En outre, on peut obtenir par ce canal des informations sur les transactions par type de créance ou de dette.

Ces informations existent déjà au niveau des agrégats du genre "épargne privée" ou "patrimoine des entreprises". Le progrès permis réside dans le fait que l'on pourra diversifier ces informations selon une nomenclature socio-professionnelle dont les composantes principales devraient être, d'après FRIEND, l'emploi du chef de ménage et le revenu. D'autres caractéristiques socio-démographiques pourront en outre servir.

Les informations sur les distributions des avoirs et de l'épargne sont particulièrement nécessaires car les enquêtes épargne ont donné des résultats manifestement biaisés et l'on fait volontiers le pari que les biais sont distribués d'une manière "convenable" entre les ménages ou les groupes de ménages. Toute information permettant d'apprécier la valeur de cette hypothèse est utile.

Cela ne veut pas dire, au contraire, que l'approche "institutionnelle" doive se substituer aux enquêtes épargne qui restent le seul moyen d'obtenir pour un même ménage un ensemble lié de variables, quelles que soient les faiblesses des informations ainsi recueillies.

Méthodes proposées (Généralités)

L'idée générale est la constitution d'un échantillon d'institutions puis d'un échantillon de comptes dans chaque institution pour lesquels on relève le nom et l'adresse du titulaire, le montant de la valeur au début et à la fin de l'année. Ensuite, selon des procédures variables et devant être testées, on prendra contact avec les titulaires pour connaître sa profession, celle du chef de ménage, sa classe de revenu et les autres caractéristiques sociales intéressantes. (On peut procéder par poste, par téléphone ou par interview).

Malgré le coût élevé du procédé (travail d'identification), il serait sans doute préférable de connaître le revenu par la voie fiscale.

Cette méthode générale est plus ou moins efficace selon les placements. Le critère est le suivant ; l'efficacité dépend directement de la façon dont l'information est conservée. Si les renseignements sont tenus à jour par des institutions financières, on a la probabilité la plus grande de succès, s'ils sont stockés par le titulaire du compte, le succès est beaucoup moins probable. Il peut y avoir en outre plusieurs sources pour une même information. Ainsi pour les valeurs mobilières, on peut se référer soit aux livres de transferts, soit aux livres des agents de change, soit aux documents fiscaux.

Le contact avec les titulaires peut être évité si les institutions ont les moyens de classer leurs clients par tranches de revenu et par profession. Les risques d'erreur sont cependant plus élevés que dans les enquêtes.

Les difficultés d'attribution des comptes par personne ou de recensement des divers comptes d'un même titulaire limitent la portée de ces méthodes. Vaincre ces difficultés demanderait des moyens très élevés, du domaine de l'utopie.

On peut en fait passer outre tant qu'on cherche simplement à distribuer divers actifs (ou différentes formes d'épargne) parmi divers groupes socio-économiques et qu'on renonce à connaître la distribution de l'épargne totale par ménage. On ne saurait donc utiliser cette méthode pour étudier sur données individuelles les liaisons entre l'épargne et le revenu (ou d'autres caractéristiques individuelles), ou pour connaître la proportion des ménages ayant des formes et des montants d'épargne annuelle différents.

Si l'on veut estimer des valeurs moyennes pour certaines caractéristiques socio-démographiques (à des fins d'analyse), ce qui est différent de l'utilisation des mêmes caractéristiques comme variables de tri pour distribuer l'épargne et la fortune (à des fins de comptabilité sociale), il faut soit recourir à des enquêtes budgets de famille, soit utiliser des taux de "duplication", c'est à dire pour chaque type d'actif ou de dette, le rapport moyen entre le nombre de comptes dans l'échantillon et le nombre de familles de l'échantillon dans chaque classe de caractéristiques.

Les dépôts bancaires et autres

Entrent dans cette catégorie les dépôts à ~~vue et à~~ terme, les dépôts bancaires sur livrets, les dépôts ou parts dans les associations d'épargne ou unions de crédit.

Le F.R.B. réalise depuis plusieurs années une enquête à grande échelle sur les dépôts à vue, par grands groupes d'agents et par taille de dépôts. Il n'y a aucun détail par profession ou par revenu (le classement est fait par chaque banque.)

FRIEND a lui-même en 1942-43 dirigé une petite enquête sur les dépôts à vue (1). A partir d'une distribution de dépôts à vue individuels par taille et localisation des banques, un échantillon de 111 banques et de 200 comptes par banque a été tiré au hasard. Total 23 000 comptes. On a relevé les dépôts totaux aux 30 juin 42 et 43, puis on les a classés selon une nomenclature socio-professionnelle très détaillée. Plus précisément, on a tiré dans chaque banque 100 comptes parmi ceux qui existaient au 30 juin 1942 et 100 comptes parmi ceux qui existaient au 30 juin 1943. Puis on a relevé les soldes de ces 200 comptes aux

(1) cf. Irwin FRIEND : "Individuals' Demand Deposit June 1942-1943" Survey of Current Business. Dep^t of Commerce June 1944 p. 14 à 22

deux dates, en notant ceux qui avaient été ouverts ou fermés entre ces deux dates. Des ajustements ont été faits pour rendre ces derniers comptes comparables aux comptes existant aux deux dates. Ensuite les résultats ajustés furent pondérés en fonction de la taille et de la localisation de la banque.

La profession ou le type d'activité du titulaire était connu d'après les dossiers bancaires. On a écarté les comptes des personnes morales.

Cette première étude eût d'abord l'avantage d'indiquer la répartition socio-professionnelle de l'exceptionnel accroissement des dépôts à vue qui s'était produit à l'époque. Ensuite, et d'un point de vue plus actuel, cette étude offre l'intérêt d'avoir donné des résultats supportant très bien la confrontation avec des données obtenues par d'autres canaux. Des progrès devraient et pourraient être faits dans le tirage, en étudiant la possibilité d'obtenir la totalité des gros comptes en plus d'un échantillon des autres comptes, ou en stratifiant d'après le montant du dépôt. L'amélioration la plus importante consisterait à demander directement les caractéristiques sociales aux individus titulaires. Les banques pourraient aisément poster des questionnaires anonymes, portant seulement la classe de dépôt. Il faudrait néanmoins prévoir l'éventualité où des compléments d'information devront être demandés par l'organisme d'enquête.

Les actions

L'approche reste la même dans son principe. Son application est largement facilitée par l'usage spécifiquement américain de la mise au nominatif de la majorité des titres. On tire alors un échantillon d'entreprise (d'émetteur), et pour chacune un échantillon de porteurs. Pour chaque porteur, on relèvera sur les livres de transfert et d'enregistrement : le nombre d'actions, les transactions (1) brutes et nettes. On peut tirer un échantillon de "nomine" (agent de change ou banquier) pour connaître les véritables porteurs de certains titres.

Certaines grosses sociétés ont elles-mêmes procédé à ce genre d'enquête (U.S. Steel, Ford, Du Pont, General Electric, S.O. of New Jersey). D'autres ont étudié avec I. FRIEND en 1955 la possibilité de monter une opération semblable en respectant l'anonymat des porteurs. Pour ce faire, la société envoie elle-même les questionnaires. En 1961, une expérience tentée sur

(1) Pour les transactions on peut utiliser un échantillon d'agents de change et leurs clients.

1 000 porteurs de titres d'une des plus grosses sociétés de Philadelphie a donné un taux de réponse de 67 % sans aucun autre contact qu'un questionnaire posté et sans aucun parrainage. Dans une expérience beaucoup plus vaste et plus coûteuse, la General Electric Company atteignit un taux de réponse de 90 %.

L'approche proposée permettrait des études sur la possession et les transactions d'un seul titre. Toutefois, pour atteindre cet objectif, il faut prévoir des échantillons sensiblement plus importants que pour une étude sur la totalité des titres.

Autres créances et dettes

(i.e. U.S. Savings Bonds et autres titres d'emprunts publics ou privés etc...)

On utilisera les fichiers alphabétiques conservés par le Gouvernement fédéral. Pour les titres non enregistrés, on peut tenter un sondage auprès des intermédiaires assurant la conservation.

Pour les assurances vie et les caisses de pensions, pour les cessions immobilières, pour les hypothèques et le ~~crédit~~ à la consommation, l'approche par les institutions financières offre encore de grosses possibilités.

C'est dans le secteur des entreprises individuelles (agricoles ou non) que la méthode trouve ses limites. Ce secteur est difficile à connaître quelle que soit l'approche, mais la meilleure reste peut-être l'enquête directe.

CONCLUSION

I. FRIEND conclut de manière très affirmative : cette méthode peut donner une bonne estimation de l'épargne totale et des variations des divers postes du bilan des groupes sociaux autres que les entrepreneurs individuels. Pour ceux-ci on peut espérer une amélioration des estimations disponibles. Pour les montants des avoirs, la méthode ne permet pas une estimation exhaustive car elle ne permet pas d'atteindre les titres non enregistrés.

I. FRIEND souligne les deux principaux problèmes à résoudre pour appliquer cette méthode : il faut acquérir la coopération des intermédiaires financiers et il faut des ressources correspondant au coût élevé de ces opérations. (ce dernier résulte du fait que le coût déjà important d'une enquête budget de famille est modifié par le nombre -ou presque- de placements auquel on s'intéresse). Toutefois I. FRIEND pense que pour un seul type de placement l'approche "institutionnelle" coûte moins que l'enquête budget de famille.

I. FRIEND pense enfin que cette méthode donnera des indications utiles sur les faiblesses des enquêtes budget de famille, qui se révéleront sans doute efficaces pour certains groupes sociaux et certains types de placement. Encore faudrait-il savoir lesquels. I. FRIEND pense que les hauts revenus d'une part, les dépôts bancaires et les valeurs mobilières d'autre part constituent les domaines où les enquêtes épargne resteront toujours déficientes, quels que soient les validations faites. Les études auprès des intermédiaires financiers doivent permettre à la fois de vérifier cette hypothèse et si elle est fondée, de pallier les déficiences des enquêtes budget de famille.

Commentaires de Wesley LINDOW (Irving Trust Company)

Ancien fonctionnaire de la Trésorerie, actuellement financier dans une des "institutions" visées par le projet d'I. FRIEND, W. LINDOW rappelle les difficultés pratiques auxquelles se heurte la méthode proposée.

Il y a les problèmes d'identification des porteurs dont on a toujours sous-estimé le poids. Il y a surtout des erreurs qu'introduisent les services administratifs des institutions. Ces services sont déjà submergés par les demandes internes de rapports et de statistiques. Ils n'ont pas en outre, l'esprit et les connaissances nécessaires du respect des règles statistiques.

Cette méthode permet théoriquement d'accéder à la vérité (car les intermédiaires financiers doivent être précis, alors que le ménage ne l'est pas forcément). En pratique, il faut multiplier les précautions pour que la méthode soit appliquée avec la rigueur voulue après une préparation minutieuse au cours de laquelle les statisticiens et les administratifs doivent coopérer étroitement. Il faut prévoir en

particulier des contrôles internes. Il restera ensuite à définir la meilleure procédure pour prendre contact avec les clients sélectionnés.

W. LINDOW émet ensuite des doutes sur la possibilité d'intégrer les résultats obtenus par la méthode FRIEND à ceux des enquêtes épargne. La première risque de produire des statistiques disparates (d'un actif à l'autre), différentes des données acquises par les secondes sans qu'on puisse porter un jugement sur ces différences.

Malgré cette réserve et à condition de ne pas ignorer les problèmes qu'elle pose, la méthode proposée par FRIEND semble à W. LINDOW d'un grand intérêt pour la connaissance des flux financiers.

Au cours de l'entretien qu'il nous a accordé en Novembre 1964, I. FRIEND a fait état de deux expériences terminées :

- une étude sur les valeurs mobilières (1963)
- une étude sur les Mutual Funds (1962)

Nous n'avons pas encore obtenu les comptes rendus de ces études.

M. MASSONAUD

C.R.E.D.O.C.
BIBLIOTHÈQUE

CENTRE DE RECHERCHE ECONOMIQUE

SUR L'EPARGNE

CAHIERS BIBLIOGRAPHIQUES

N° II



67, rue de Lille
Paris VII

Mars 1967

R³12

SOMMAIRE

Thème	TITRES	Page
Possession individuelle de comptes financiers.	La propriété individuelle des valeurs mobilières aux U.S.A.	1
	CLAYCAMP - Les caractéristiques des possesseurs de comptes d'épargne dans les banques et les établissements d'épargne.	52
	Résumés d'enquêtes faites auprès des porteurs d'actions en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis.	57
Investissement d'entreprise.	GRUNFELD - Facteurs de l'investissement des grandes sociétés américaines.	62
Consommation des ménages (enquête)	KCSOBUD et MORGAN - Le comportement de consommateur des ménages pendant 2 et 3 ans.	65
Consommation	ANDC et MODIGLIANI - L'hypothèse du "cycle de vie" : essais sur données agrégées.	69

Thème	TITRES	Page
<p data-bbox="272 465 423 552">Epargne (enquête)</p> <p data-bbox="272 633 509 719">Epargne (économétrie)</p>	<p data-bbox="574 465 1114 506">Enquêtes épargne aux Pays-Bas</p> <p data-bbox="574 633 1081 719">Etudes sur la composition des portefeuilles.</p> <p data-bbox="574 800 1219 995">FRIEND et TAUBMANN - La propension marginale à épargner = quelques concepts et leur application à des données internationales.</p>	<p data-bbox="1377 471 1419 506">87</p> <p data-bbox="1377 639 1419 673">77</p> <p data-bbox="1377 800 1419 834">80</p>
<p data-bbox="272 1090 464 1177">Information générale</p>	<p data-bbox="574 1090 1179 1237">FRIEND - L'influence sur le volume et la composition de l'épargne des politiques monétaires.</p> <p data-bbox="574 1312 1260 1459">Résumés de quelques articles parus dans un ouvrage collectif "The Flow of Funds Approach to Social Accounting".</p>	<p data-bbox="1377 1096 1419 1130">95</p> <p data-bbox="1349 1318 1408 1352">100</p>

LA PROPRIETE INDIVIDUELLE DES VALEURS
MOBILIERES AUX ETATS-UNIS

La possession de valeurs mobilières est une composante importante de la richesse totale des individus, spécialement dans les hauts revenus. Or, on sait peu de choses à leur sujet.

Par ailleurs, la connaissance du marché des valeurs mobilières, particulièrement des actions est importante à plusieurs titres :

- . dans le domaine économique général, la possession de valeurs mobilières est souvent un symptôme de l'inégale distribution des richesses;
- . dans le domaine plus restreint de la consommation et de l'épargne des ménages, la possession de valeurs mobilières correspond à un acte d'épargne en même temps qu'elle est une composante de la fortune des ménages, cette fortune ayant un effet sur les décisions de consommation et d'épargne des ménages, donc sur leur comportement économique;
- . dans le domaine du marché financier enfin, les ménages forment une part importante de la demande de ces valeurs et il est utile de connaître leurs préférences et leurs désirs pour assurer ou augmenter leur demande.

.../.

Pour toutes ces raisons aux Etats-Unis depuis le début du siècle et spécialement depuis une dizaine d'années, économistes et chercheurs se sont penchés sur cette question et ont essayé d'évaluer avec précision le nombre de porteurs de valeurs mobilières, leurs caractéristiques principales, leur comportement financier et l'importance de leur portefeuille.

Le but de cette note est de faire le point des tentatives américaines dans ce domaine, d'exposer les méthodes employées et les résultats obtenus.

Nous ne parlerons que des actions, celles-ci étant très répandues aux Etats-Unis et particulièrement chez les individus puisqu'elles formeraient 97 % de la valeur de leur portefeuille (1).

Dans une première partie, nous traiterons le problème de l'évaluation du nombre de porteurs d'actions et leurs caractéristiques.

Une seconde partie sera consacrée à l'évaluation de l'importance des portefeuilles détenus par les Américains.

.../.

(1)- Résultats publiés par I. FRIEND in "Investment Banking and the New Issues Market - summary volume" - University of Pennsylvania, 1965.

I - LES PROPRIETAIRES D' ACTIONS AUX ETATS-UNIS.

A - Les essais pour mesurer la possession des actions.

a - Recherches effectuées sur des années antérieures.

Burk COX, dans son ouvrage "Trends in the Distribution of Stock Ownership" (1), passe en revue tous les efforts qui ont été faits aux Etats-Unis depuis le début de ce siècle pour estimer la distribution des actions possédées par les individus en fonction de diverses caractéristiques, telles que l'importance des actions, le revenu, l'âge et la profession des détenteurs de titres.

La distribution des actions a été abordée sous trois angles différents, que COX décrit avec précision :

a.1 - de nombreuses compagnies américaines publiant ou détenant des listes sur lesquelles figurent en détail leurs émissions d'actions, ces listes ont été étudiées. Il s'agit donc d'une analyse faite sur les valeurs mobilières et les portefeuilles d'actions et non sur les possesseurs de ces actions. Ces estimations des actions sur listes, complétées par des estimations du nombre de valeurs non nominatives, peuvent indiquer un changement dans le nombre des actions possédées par les Américains mais non dans le nombre de possesseurs individuels.

COX cite les auteurs et organismes ayant fait de telles analyses : WARSHOW (2), à partir d'un groupe de sociétés choisies comme représentatives de l'ensemble de l'industrie américaine, calcula le nombre moyen

(1)- B. COX "Trends in the Distribution of Stock Ownership", University of Pennsylvania Press, Philadelphie, 1963 - 220 p.

(2) -H. T. WARSHOW, "The Distribution of corporate Ownership in the US", in Quaterly Journal of Economics XXXIX. November 1924, pp. 15 à 38.

d'actions de 100 \$ par portefeuille figurant sur les listes de ces sociétés, puis, en divisant le Capital Social de toutes les sociétés américaines (obtenu à partir de publications et de renseignements complémentaires) par ce nombre moyen d'actions, obtint le nombre total estimé de portefeuilles enregistrés sur les listes des sociétés américaines. Mais les biais à ces estimations risquent d'être importants (non représentativité des sociétés choisies et surtout risque d'estimation erronée du Capital Social total des sociétés américaines).

BERLE et MEANS (1) essayèrent d'étendre les séries de WARSHOW à l'année 1928.

Le Fonds du XXème Siècle (2) fit paraître une brochure dans laquelle ces séries étaient continuées, sur la même base statistique que WARSHOW, pour les années suivantes.

Toutes ces estimations sont des mesures satisfaisantes de changement. Comme telles, elles révèlent une augmentation soutenue de 1900 à 1937 : en effet, le nombre de portefeuilles enregistrés sur listes était estimé à :

(	4,4 millions en 1900
(	7,4 millions en 1910
(	14,4 millions en 1923
(	18 millions en 1928
(	26 millions en 1932
(	24 millions en 1937

(1)- A. BERLE and C. MEANS "The Modern Corporation and Private Property", Mac. Millan Co - New York, 1933.

(2)- "The Security Market". Twentieth Century Fund Inc. A. BERLHEIM and M. SCHNEIDER (Eds.) - New York, 1935.

et on peut penser que le nombre de porteurs d'actions a augmenté lui aussi.

En 1937, on estimait le nombre total de portefeuilles possédés par les Américains entre 24,4 et 27 millions, plus sûrement autour de 26 millions (soit deux millions de plus que les portefeuilles enregistrés sur listes... ce qui correspond aux portefeuilles individuels enregistrés au nom de courtiers ou de banques).

La Federal Trade Commission (1) à partir de listes de portefeuilles données par 4.000 compagnies a estimé la distribution des actions et des portefeuilles d'actions par type de possesseur, mais ces listes n'étaient pas représentatives.

Deux agences ont entrepris l'énorme travail de rassembler les données sur les portefeuilles de listes de toutes les compagnies. Le Temporary National Economics Committee fit paraître une monographie en 1930 sur la distribution de tous les portefeuilles d'actions et des actions par importance de portefeuille étudiant ainsi la concentration des actions.

Le New York Stock Exchange, dans des études qu'il fit en 1952, 1956 et 1959 chercha à évaluer le nombre total de ces portefeuilles en même temps qu'il dénombrait les porteurs d'actions et finalement trouva un nombre de portefeuilles enregistrés sur listes égal à :

(24 millions en 1952
(31 millions en 1956
(38 millions en 1959

.../.

(1) - U.S. Federal Trade Commission "National Wealth and Income", 1926.

Le Syndicat des Agents de Change, qui fit une étude auprès de 2.991 compagnies, compara pour ces compagnies l'importance des portefeuilles non enregistrés par rapport à ceux figurant sur les listes puis, étendant cette comparaison à l'ensemble des portefeuilles enregistrés de toutes les compagnies, obtint pour l'année 1952 un nombre total de portefeuilles de 30,3 millions.

a.2 - Parallèlement à ces travaux, d'autres auteurs américains et des organismes financiers ont essayé d'estimer et de caractériser sur le plan national le nombre d'individus actionnaires en partant des "Statistics of Income" et des déclarations fiscales portant sur les dividendes, et en complétant leurs données par des estimations du nombre de personnes ayant des actions mais ne payant pas d'impôts.

L'effort le plus détaillé fut fait par les auteurs du "Temporary National Economics Committee Monograph" 1937 qui employèrent quatre techniques d'approche différentes pour évaluer le nombre de possesseurs d'actions, donnant pour l'année 1937 un nombre d'actionnaires allant de 6 millions à 10 millions (1).

Les résultats obtenus par KUZNETS dans son livre "Share of Upper Income Group in Income and Savings" (1) sont longuement exposés par B. COX. Nous donnons ici un tableau regroupant les principaux résultats auxquels KUZNETS est arrivé, et qui établit l'évolution de la part des dividendes totaux touchée par le groupe de ménages aux revenus les plus élevés. L'analyse de KUZNETS permet ainsi des comparaisons dans le temps et montre la très grande concentration des dividendes avec une légère tendance à la déconcentration au cours de la première moitié du XXème siècle.

(1)-Les méthodes employées par les auteurs du "Temporary National Economics Committee Monograph" et par KUZNETS sont décrites dans l'annexe méthodologique de cette note.

Importance des groupes à revenus élevés dans le Revenu
Total et les revenus des dividendes

Années	% du Revenu Total touché par 5 %, 10 % et 20 % de la population aux revenus les plus élevés			% du dividende Total touché par 5 %, 10 % et 20 % de la population aux revenus les plus élevés		
	5 %	10 %	20 %	5 %	10 %	20 %
1918	22,69	31,22		70,25	73,34	
1920	22,07	30,61		84,47	87,30	
1930	25,65			72,40	72,40	
1940	22,72	32,07	48,63	75,99	81,31	87,82
1945	17,20	23,71	33,91	-	-	-
1947	17,70	23,95	34,03	69,99	70,04	71,99
1948	17,63	24,78	35,65	69,84	74,02	77,48
1952 (1)	16	23,80	34,30	57,8	61,5	64,7
1955 (1)	15,6	24,0	35,0	53,5	57,5	60,5
1957 (1)	15,7	23,2	35,0	54,0	58,5	62,5

(1) - Les résultats donnés pour ces années ont été calculés par COX selon la méthode de KUZNETS, mais en la modifiant un peu ; néanmoins la tendance reste la même.

a.3 - Une troisième source de renseignements exposée par COX se trouve dans les études faites, le plus souvent par voie d'enquêtes plus ou moins poussées, par d'importantes sociétés américaines auprès de leurs actionnaires. Ces études permettent de lier le montant et l'importance des actions possédées aux caractéristiques sociales et économiques des individus les possédant ... mais ne donnent que des renseignements fragmentaires et non extrapolables à l'ensemble des actionnaires américains.

Depuis 1950, 14 grandes compagnies ont fait des enquêtes auprès de leurs actionnaires : National Steel Co, Ohio Edison Co, Northern States Power Co, Scheaffer Pen Co, U.S. Steel Co, Ford Motor Co, Atlas Powder Co, Ferro Corporation, General Electric, Du Pont, Atlantic Refining Co... Les résultats

de ces enquêtes, lorsqu'ils sont publiés, apparaissent très disparates et parfois même contradictoires.

b - Recherches effectuées sur des années récentes.

b.1 - Travaux du New York Stock Exchange.

Nous présentons ici par ordre chronologique les recherches du N. Y. S. E. ayant employé différentes techniques de mesure.

- Etude sur l'attitude du public "Investors of Tomorrow" 1960.

L'objectif de cette étude était de mesurer la connaissance et l'opinion de l'Américain adulte envers l'investissement en actions. Il s'agit d'une enquête auprès de la population adulte (+ de 21 ans). 3.000 adultes furent interrogés, tirés au hasard sur la base d'un échantillon probabiliste. Une des principales conclusions de cette étude était qu'il y a autant d'adultes non actionnaires prêts à acquérir des actions qu'il y a d'actionnaires (c'est-à-dire 12,8 millions).

- Employee Stock Purchase Plans 1961. Le recensement des actionnaires de 1959 avait montré que 21 % des actionnaires de sociétés anonymes avaient acquis en premier lieu des actions selon des plans d'acquisition d'actions garantis par leur compagnie.

Cette étude a été faite en utilisant les statistiques de toutes les compagnies enregistrées au N. Y. S. E..

- la mesure de la possession individuelle des actions dans les autres pays du monde - 1962. L'information porte sur 55 pays capitalistes et provient de données fournies par les ambassades, les bourses, les grandes banques étrangères.

- les recensements des actionnaires - 1952 - 1956 - 1959 - 1962 - 1965.
Le nombre des actionnaires est estimé à partir des listes données par les

compagnies et la description des porteurs est obtenue par l'interview d'un sous-échantillon de porteurs (1).

Il s'agit du nombre de porteurs individuels et non de ménages actionnaires.

- Le New York Stock Exchange fait aussi de nombreuses études sur sa propre clientèle, c'est-à-dire sur les personnes morales et physiques qui possèdent des actions listées et cotées chez lui. Il existe ainsi des études sur les transactions publiques (portant sur l'activité boursière de quelques semaines) et une plus particulière consacrée à l'effondrement du marché boursier qui a eu lieu du 28 au 31 mai 1962 (2). Le N.Y.S.E. a étudié aussi la possession des Valeurs Mobilières par les institutions financières (3).

Mais ces études servent plutôt à mesurer l'activité du marché financier que la possession des Valeurs Mobilières.

b. 2-Recherches effectuées par d'autres organismes.

En-dehors du N.Y.S.E., plusieurs autres organisations ont été particulièrement actives, ces dernières années, pour faire des études sur les actionnaires américains.

Mais ces études portent sur des secteurs limités. Parmi elles, on peut citer :

.../.

(1) - La méthode employée par le N.Y.S.E. est décrite dans l'annexe méthodologique de cette note.

(2) - The Stock Market under Stress Events of May 28-29 et 30. 1962. A Research Report by the N.Y.S.E. - Mars 1963.

(3) - Institutional Shareownership. A report on Financial Institutions and the Stock Market. A Research Report by the N.Y.S.E. - June 1964.

. Recherches sur les actionnaires du "Mutual Fund", faite par l'Investment Company Institute en 1958 et en 1963.

Cet institut a utilisé deux méthodes : envois de questionnaires par lettre à un grand nombre d'actionnaires figurant sur les listes d'organisation "Mutual Fund"; le taux de réponse a été de 25 % et 3.300 personnes ont répondu. : Interviews personnels en profondeur auprès de 400 actionnaires du Mutual Fund.

Les résultats ont été publiés in "Mutual Fund Share Holder. A Comprehensive Study" en 1958 et donnent un résumé rapide des caractéristiques économiques et personnelles des enquêtés. En 1962, les principales conclusions de la seconde enquête furent aussi rendues publiques.

. Etude en 1962-63 des investisseurs du Mutual Fund, faite par la Security Research Unit of Wharton for the Securities and Exchange Commission. Les résultats de cette étude furent publiés dans un livre intitulé "Open End Investment Companies (Mutual Fund)" paru en août 1963.

Le but de cette étude était d'obtenir une information sur les caractéristiques générales, les désirs et les motivations des investisseurs de "Mutual Funds", la présentation des Mutual Funds faite par leurs représentants et l'usage des prospectus faits par les investisseurs.

Une enquête (par lettre et par interview personnel) fut faite auprès d'un échantillon tiré au hasard parmi les investisseurs qui avaient soit acquis soit vendu des valeurs de Mutual Funds au milieu de mars et au milieu de juin 1962. 450 personnes ont été interviewées et 437 ont reçu et rempli des questionnaires.

- Surveys of Consumer Finances par l'Université de Michigan.

La dernière étude a été faite en 1959-60; elle portait sur 4.773 familles qui ont été interviewées personnellement; le taux de réponse a été de 85 %. Les résultats sont donnés en terme de ménage et non d'individus. Mais ils sont trop sujets à des erreurs de mesure et surtout d'échantillonnage pour pouvoir être extrapolés à la population entière (1).

.../.

(1)- Cf. CREP "Recherches sur l'épargne aux U.S.A. et en Scandinavie", par M. MASSONAUD et G. VAN GREVELINGHE - 1966.

B - Les résultats obtenus.

a - Nombre et distribution des actions et des portefeuilles d'actions.

Le nombre et la distribution des actions aux Etats-Unis montre l'importance des individus en tant que porteurs d'actions : en 1965 ceux-ci possédaient plus de 57 % de la totalité des actions.

Distribution du nombre des actions sur liste par type de porteurs

(en %)

Types de porteurs	1956	1959	1962	1965
Individus	60	57	57	57,4
Org. financières	4	3	3,1	3,6
Courtiers et agents de change	9,5	9	8,4	8,0
"Nominees" (fideicommis)	10,5	13	14,0	15,5
Autres	16	18	17,5	15,5
Nombre total d'actions (1)	7.632 millions	9.600 millions	14.025 millions	17.564 millions

(1) - Il s'agit des actions ordinaires et préférentielles.

Source : Recensement des actionnaires par le N. Y. S. E.

Le nombre total d'actions a beaucoup augmenté, il a plus que doublé en l'espace de 10 ans. Mais l'importance des porteurs individuels d'actions n'a pas progressé au même rythme, elle a même légèrement diminué au profit surtout des "nominees".

.../.

Distribution des portefeuilles et des actions enregistrés sur listes
par type de porteurs pour les années 1952-56 et 59

(en %)

Type de porteur	1952		1956		1959	
	porte- feuilles d'actions	actions	porte- feuilles d'actions	actions	porte- feuilles d'actions	actions
			<u>Actions ordinaires</u>			
Individus	92,1	57,6	91,8	57,4	91,7	53,3
Org. financières	4,5	6,9	4,6	7,4	4,4	7,2
Courtiers et Agents de change	1,1	10,4	1,1	9,4	1,1	8,5
"Nominees"	0,6	9,9	0,8	9,9	0,8	12,6
Autres	1,7	15,2	1,7	15,9	1,8	18,3
			<u>Actions préférentielles</u>			
Individus	85,0	45,7	84,7	39,8	84,5	34,9
Org. financières	8,2	7,4	7,7	8,1	7,0	6,8
Courtiers et Agents de change	1,6	8,0	1,4	6,4	1,5	6,8
"Nominees"	1,5	15,6	2,1	17,1	2,5	23,6
Autres	3,7	23,3	4,1	28,6	4,5	27,8
Nombre total (en millions)	24	-	31	7.632	38	9.600

Source : tirée des analyses de B. COX.

De ce tableau, il ressort que les individus américains ont environ 92 % des portefeuilles d'actions ordinaires et entre 53 et 57 % de la totalité des actions ordinaires. Les institutions et organisations financières possèdent 8 % des portefeuilles, qui totalisent entre 47 et 43 % des actions : leurs portefeuilles sont donc beaucoup plus importants. Le même phénomène se retrouve pour les actions préférentielles.

.../.

b - Le nombre d'actionnaires.

Il s'agit du nombre d'individus porteurs d'actions et non de ménages.

Les premières estimations du nombre d'actionnaires américains remontent à 1924. COX a fait l'inventaire de toutes les statistiques élaborées à ce sujet jusqu'en 1952.

Le New York Stock Exchange a fait des recensements d'actionnaires en 1956 - 1959 - 1962 - 1965.

En rapprochant ces deux séries, on obtient les évaluations du nombre d'actionnaires individuels suivantes :

Années	Nombre d'actionnaires (en millions)	Population totale (en millions)
1924	2,4	-
1930	9 à 11	123,188
1937	8 à 9	127,362(en 1935)
1952	6,5	157,028
1956	8,6	168,903
1959	12,5 (soit 1 adulte sur 8)	177,830
1962	16,95 (soit 1 adulte sur 7)	186,656
1965	20,12 (soit 1 adulte sur 6) soit environ 13 millions de ménages.	194,572

Le nombre d'actionnaires a donc fortement augmenté en 10 ans, il a plus que doublé, suivant en cela la progression du nombre d'actions détenues par les individus américains. En 1965, plus de 10 % de la population américaine possède des actions.

c - Les caractéristiques des actionnaires.

Le New York Stock Exchange publie les résultats de ses recensements en montrant la répartition de la possession individuelle des actions par grandes catégories sociodémographiques : sexe, âge, éducation, profession, mode d'acquisition et taille de l'habitat des détenteurs des valeurs mobilières, en même temps que leur niveau de revenu.

Ci-dessous sont donnés les principaux tableaux publiés par le New York Stock Exchange lors de chaque recensement. Nous n'avons retenu que les résultats de deux années : 1956 et 1965, afin de souligner les évolutions qui sont apparues au cours des dix dernières années.

Répartition des actionnaires par type d'émissions possédées

Type d'émissions possédées	Distribution des actionnaires en 1956	Distribution des actionnaires en 1965	Augmentation entre 1962 et 1965
New York Stock Exchange	80 %	62 %	13 %
Autres Stock Exchanges	{ 16,5 %	6 %	5 %
Etrangères		16 %	23 %
Compagnies d'investissement seulement	3,5 %	16 %	48 %
Total	100	100	18,3 %
"Nominees" individualisées (en nombre)	30.000	70.000	17 %
Nombre total d'actionnaires	8.630.000	20.120.000	18,3 %

Ce tableau montre l'importance du New York Stock Exchange, quoique cette importance tende à diminuer un peu (80 % des actionnaires étaient

inscrits au N. Y. S. E. en 1956). Par contre, on assiste à l'essor des compagnies d'investissement : 3,5 % des actionnaires en 1956, 9,9 % en 1959 et 16 % en 1965.

Répartition des actionnaires par tranche de revenu - 1956 et 1965

Revenu des ménages	1956		1965	
	Répartition des actionnaires individuels	% d'actionnaires dans chaque groupe	Répartition des actionnaires individuels	% d'actionnaires dans chaque groupe
- 3.000 \$	11,6 %	2,1 %	5,5 %	3,0 %
3 à 5.000 \$	26,1 %	4,5 %	10,6 %	6,5 %
5 à 7.500 \$	26,4 %	5,6 %	16,3 %	6,3 %
7,5 à 10.000 \$	(	(	22,1 %	13,4 %
10 à 15.000 \$	(	(	26,3 %	19,0 %
15 à 25.000 \$	(35,90 %	(12,2 %	13,4 %	30,2 %
25.000 \$ et plus	{	{	<u>5,8 %</u>	60,2 %
Sous-total	98,3 %		98% 100	
Non classés par revenu	1,7 %		2 %	
Total	100	5,2 %	100	10,4 %

Le tableau répartit les actionnaires individuels selon le revenu des ménages dont les actionnaires font partie. Ce tableau montre que le nombre de porteurs d'actions croît en valeur relative avec les revenus : en 1965, 60 % des individus appartenant à des ménages dont les revenus sont égaux ou supérieurs à 25.000 \$ par an ont des actions.

Cette influence du revenu se révèle d'une autre manière, dans le temps. En l'espace de 10 ans, les actionnaires américains ayant un revenu de ménage

supérieur à 7.500 \$ sont devenus de plus en plus nombreux. En 1956 ils formaient 36 % de tous les actionnaires, en 1965 ils en forment 67,6 %, (en 1965, 37 % seulement de la population active totale touchait un revenu supérieur à 7.500 \$). Le taux de possession des actions a augmenté dans chaque classe de revenu et cette augmentation est plus forte dans les revenus égaux ou supérieurs à 7.500 \$ par an.

Le N.Y.S.E. a calculé le revenu du ménage actionnaire moyen. Ce revenu a augmenté régulièrement, passant de 6.200 \$ en 1956 à 9.500 \$ en 1965.

Tout ceci montre qu'il y a eu un glissement vers le haut dans la distribution des revenus des actionnaires, ce glissement étant un peu plus important que celui observé par ailleurs dans la distribution des revenus de la population entière au cours de la même période.

Le N.Y.S.E. a poussé ses investigations plus loin, en montrant notamment que les porteurs d'actions aux U.S.A. ne considèrent leurs actions que comme une partie d'un programme financier familial plus large. C'est ainsi qu'en 1965, parmi les actionnaires américains :

- (88 % ont des comptes d'épargne,
- (88 % ont des assurances vie,
- (79 % possèdent leur logement,
- (56 % ont des plans de pension, de retraite,
- (53 % ont des U.S. Savings Bonds.

Ces taux de diffusion simultanée sont en constante augmentation depuis 10 ans.

Répartition des actionnaires par profession - 1956 et 1965

Professions	1956		1965	
	Répartition des actionnaires	% des actionnaires dans chaque groupe	Répartition des actionnaires	% des actionnaires dans chaque groupe
Cadres	12,2 %	18 %	17,0 %	37,4 %
Personnel administratif et commercial	18,0	11,6	15,7	21,8
Managers, Directeurs et Propriétaires d'Entreprises	13,7	24,6	12,6	31,1
Contremaîtres	6,3	5,9	5,0	10,4
Ouvriers	1,7	0,9	3,5	4,3
Personnel de service	5,2	6,5	2,2	5,3
Agriculteurs	2,8	4,9	0,3	1,7
Ménagères et retraitées féminines	34,2	8,3	34,7	17,1
Inactifs (rentiers, retraités)	5,9	6,8	9,0	16,4
Sous-total	96 % 100	8,3 %	92 % 100	16,5 %
Mineurs	{ 4 %	{	6 %	16,3
Non déterminés		{ 5 %	2 %	5
Total Général	100	5,3 %	100	10,4 %

Nous mettons tout d'abord à part les ménagères, qui forment le groupe le plus nombreux, mais ne donnent aucune indication sur l'influence de la profession de leur mari. On remarque que les actionnaires les plus nombreux se trouvent parmi les cadres supérieurs et moyens, le personnel administratif et de vente, et les directeurs d'entreprises, managers et entrepreneurs

individuels. Or, ce sont aussi les personnes qui ont les revenus les plus élevés et il est donc difficile à ce stade de déceler l'influence propre de la profession de celle des revenus.

Nous devons noter, en comparant l'augmentation des actionnaires par catégorie, que l'importance des porteurs de valeurs mobilières a beaucoup grandi parmi les cadres supérieurs et moyens (18 % d'entre eux avaient des actions en 1956, 37,4 % en 1965) et parmi le personnel administratif (11,6 % en 1956, 22 % en 1965) : le taux de possession d'actions dans ces deux catégories a doublé en 10 ans. On assiste aussi à une augmentation importante de possesseurs d'actions chez les ménagères et les non actifs. Deux faits expliquent cet accroissement pour les retraités hommes et femmes : le premier étant l'accroissement du nombre de personnes de 65 ans et plus, le second étant l'usage de plus en plus grand de participations en capital dans les programmes de retraites.

On assiste aussi à un début d'augmentation de possession d'actions chez les ouvriers : dans cette catégorie le nombre des actionnaires a augmenté de 47 % en 3 ans. Par contre, le nombre d'actionnaires diminue chez les fermiers et parmi le personnel de service.

.../.

Répartition des actionnaires selon leur niveau d'instruction

1956 - 1965

Dernière année scolaire obligatoire complétée par :	1956		1965	
	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe
Enseignement second degré (High School)				
3 années ou moins	19,0 %	2,9 %	16,8%	5,6 %
4 années	33,2	9,6	28,9	15,2
Enseignement supérieur (Collège) 1 à 3 années	18,6	16,8	21,7	35,4
4 années et plus	<u>29,2</u>	<u>29,4</u>	<u>32,6</u>	<u>59,1</u>
Sous-total	96 % 100	8,3 %	92 % 100	16,5 %
Mineurs	(	(	6 %	16,3 %
Autres	(4 %	(8 %	2 %	5 %
	((
Total Général	100	5,3 %	100	10,4 %

Le niveau d'instruction a une influence sur le comportement des Américains en matière de valeurs mobilières.

Les actionnaires les plus nombreux sont parmi ceux qui ont reçu une instruction plus poussée : ils forment la moitié des actionnaires, alors qu'ils sont à peine 20 % dans la population adulte totale. C'est parmi eux aussi, qu'on enregistre la plus forte augmentation de détenteurs de valeurs mobilières : en 1956, 29 % des Américains ayant fait 4 années de collège et plus étaient actionnaires, en 1965 ils sont près de 60 %. Le taux de possession des actions chez les individus ayant fait des années de faculté a doublé en l'espace de 10 ans.

.../.

Répartition des actionnaires selon leur âge en 1956 et 1965

Age	1956		1965	
	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe
- 21 ans			6,5 %	1,6 %
21 à 34 ans	26,9	7,3	13,3	8,3
35 à 44 ans	15,0	5,5	21,3	17,6
45 à 54 ans	20,5	9,1	24,0	21,8
55 à 64 ans	24,4	14,2	18,0	21,1
65 ans et plus	<u>13,2</u>	<u>8,0</u>	<u>16,9</u>	<u>18,6</u>
Total	100	5,3 %	100	10,4 %

La répartition par âge des actionnaires montre que ceux-ci sont en plus grand nombre dans les classes d'âge entre 45 et 64 ans (respectivement 22 % et 21 %). La comparaison des taux de possession par classe d'âge en 1956 et en 1965, indique en outre qu'il y a eu une très forte augmentation du nombre d'actionnaires dans 2 classes d'âge précises : chez les individus ayant entre 35 et 54 ans et chez ceux de 65 ans et plus.

Mais l'âge moyen de tous les actionnaires n'a pas changé depuis 1956 ; il est toujours de 49 ans.

.../.

Répartition des actionnaires selon leur sexe en 1956 et 1965

Sexe	1956		1965	
	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe
<u>Adultes :</u>				
hommes	48,6 %	8,5 %	49 %	17 %
femmes	<u>51,4 %</u>	<u>8,1 %</u>	<u>51 %</u>	16 %
total	96 % 100	8,3 %	92% 100	16,5 %
<u>Mineurs :</u>				
hommes	{		55 %	1,8 %
femmes	{		<u>45 %</u>	1,6 %
total	{ 4 %	0,5 %	7 % 100	1,6 %
<u>Non déterminés :</u>	{		<u>1 %</u>	—
Total	100	5,3 %	100	10,4 %

Le sexe n'exerce pratiquement aucune influence sur la possession des actions. Il faut noter pourtant que le nombre de mineurs possédant des actions a plus que quintuplé en l'espace de 10 ans, passant de 197.000 en 1956 à 1 million 3 en 1965 : ce phénomène est assez nouveau aux Etats-Unis et semble traduire un comportement différent influencé très probablement par la propagande faite aux U.S.A. par les différentes Bourses existantes pour attirer de nouveaux clients, en mettant particulièrement l'accent sur la sécurité de l'avenir pour soi et pour les enfants, et sur la source supplémentaire de revenus que la possession de telles valeurs procure. Par ailleurs, toute une législation s'est créée afin de favoriser les dons d'actions aux mineurs et les compagnies elles-mêmes ont fractionné leurs actions afin qu'elles soient plus accessibles à tous.

Répartition des actionnaires selon l'habitat en 1956 et 1965

Habitat	1956		1965	
	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe	Répartition des actionnaires	% d'actionnaires dans chaque groupe
Villes de 500.000 h et +	19,9 %	5,6 %	19,8 %	12,1 %
Villes de 100 à 500.000 h.	16,0	7,3	16,9	13,9
Villes de 25 à 100.000 h.	14,0	6,6	22,7	13,5
Villes de 2.500 à 25.000 h.	31,3	7,3	29,8	15,6
Aires rurales	<u>18,8</u>	<u>2,7</u>	<u>10,8</u>	<u>3,4</u>
Sous-total	98,3 100	5,4	99,3 100	10,3
Territoires U.S. et possessions extérieures	{	|	£	
Citoyens étrangers			{ 1,7 %		0,7
Total	100 %		100 %	

L'habitat paraît un facteur un peu plus secondaire; on note que le tiers des actionnaires vit dans de petites villes de 2.500 à 25.000 habitants . C'est aussi dans ces petites villes que l'on a enregistré la plus grande augmentation d'actionnaires en 10 ans. En comparant l'évolution au cours des dix dernières années, on voit que si le nombre des actionnaires augmente dans chaque catégorie d'habitat, leur taux de croissance diminue à mesure que la taille de l'habitat augmente... ces variations reflétant à peu près le mouvement général de la population.

Le N. Y. S. E. complète son étude sur la possession des actions en étudiant la répartition des actionnaires dans les différents Etats d'Amérique; l'état de Californie, suivi de près par celui de New York est l'état ayant le plus d'actionnaires (12 %). Pennsylvanie, Illinois, New Jersey, New York et Californie ont à eux cinq plus des 2/5èmes des actionnaires américains.

.../.

Répartition des actionnaires selon le mode d'acquisition
de leurs premières actions

Mode d'acquisition première	Répartition des actionnaires en 1965	Répartition des actionnaires en 1956
Par l'intermédiaire d'un courtier	56,7	49,5
Par l'intermédiaire de la Cie où ils travaillent	18,1	21,1
Par l'intermédiaire d'une banque	6,5	12,9
Héritage ou don	12,8	12,7
Autres	3,2	3,1
Ne se souvient pas	2,7	0,7
Total	100	100

La moitié des actionnaires (11 millions) s'est adressée à un courtier pour acquérir leurs premières actions. Le cinquième a acquis ses actions par l'intermédiaire de l'entreprise où il travaillait. Les héritages entrent pour un peu plus de 12 % dans cette première entrée en possession. Quant aux banques, elles jouent un rôle faible et qui semble diminuer encore. Plus particulièrement le N. Y. S. E. note que 75 % des actionnaires employés par des sociétés anonymes dont les titres sont cotés en bourse possèdent des actions de ces sociétés.

x

x x

Ainsi, grâce aux recensements successifs du New York Stock Exchange, on obtient des renseignements intéressants sur la clientèle individuelle du marché des actions, son importance, ses caractéristiques socio-économiques et démographiques ainsi que son évolution au cours des dix dernières années.

.../.

II - VALEUR MARCHANDE DES ACTIONS POSSEDEES PAR LES AMERICAINS.

A - Les essais pour évaluer les portefeuilles d'actions détenus par les Américains.

Le New York Stock Exchange, dans ses recensements, demande aux sociétés qui lui communiquent leurs listes d'actionnaires, de donner la valeur globale de leur capital social figurant sur les listes et de répartir cette valeur par grandes catégories de propriétaires. Mais il ne s'agit que d'évaluations globales ne portant que sur les actions figurant sur les listes, donc toutes les actions ne sont pas comprises dans cette évaluation.

Par ailleurs, 4 études distinctes ont été faites pour estimer la valeur totale des actions détenues par les particuliers et relier cette valeur aux principales caractéristiques de la population et aux autres postes du patrimoine des ménages. Ce sont :

a - L'étude WHARTON de 1960 à partir des déclarations d'impôt.

Cette étude, qui a donné lieu à un rapport intitulé "Les caractéristiques de la propriété des actions" écrit par Jean CROCKETT et Irwin FRIEND, analyse en détail un échantillon de 4.250 déclarations d'impôt individuelles pour l'année 1960. Cet échantillon a été stratifié par revenus, avec une sur-représentation des hauts revenus (1).

.../.

(1) - La méthode employée par CROCKETT et FRIEND est décrite dans l'annexe méthodologique.

Mais les sources utilisées par CROCKETT et FRIEND risquent d'altérer leurs estimations :

- les classifications de revenu utilisées sont basées sur les revenus déclarés et non sur un revenu familial. Donc si mari et femme remplissent séparément leurs déclarations d'impôt, leur revenu global est en fait sous-estimé. Cette utilisation du revenu individuel tend à diminuer la concentration dans la distribution des actions;

- les données des Statistics on Income fournissent des renseignements uniquement sur les actions donnant lieu à des paiements de dividendes et devant être déclarées. Or, en 1960, 10 % des actions ne sont pas dans ces deux cas. Les auteurs ont supposé qu'elles se distribuaient de la même façon que le reste des actions.

b - L'étude WHARTON sur les données d'une grande société.

Avec les renseignements donnés par une société importante, l'étude a mesuré la distribution de la valeur des actions parmi tous les actionnaires individuels de cette société. Des questionnaires ont été envoyés, par la poste, auprès des actionnaires pour obtenir leurs caractéristiques démographiques.

Cette méthode a l'avantage de donner des caractéristiques sur les possesseurs d'actions ne donnant pas lieu au paiement de dividendes et sur les actions elles-mêmes, en même temps qu'elle permet d'analyser les changements dans les valeurs des actions et dans les pratiques financières des

.../.

divers groupes d'actionnaires. Mais une telle étude, ne portant que sur une seule société, ne peut donner une évaluation significative, nous ne parlerons donc pas des résultats de cette étude.

c - Le professeur FRIEND et d'autres chercheurs américains ont fait d'autres études sur le marché financier. A partir d'un large échantillon d'entreprises ayant donné des renseignements précis sur leurs émissions nouvelles et leurs transactions et avec d'autres sources statistiques de renseignements, ils ont tracé les principaux développements de l'industrie à partir du début du XXème siècle jusqu'à la fin 1963. Les résultats de leurs études ont été publiés dans un livre intitulé "Investment Banking and the New Issues Market, summary volume" University of Pennsylvanie, 1965. Irwin FRIEND (128 pages).

d - FED. Enquête nationale sur les caractéristiques financières des ménages - 1962.

Cette enquête a été conduite auprès d'un échantillon de 3.500 ménages représentatif de l'ensemble des ménages américains. L'échantillon fut tiré avec une surreprésentation des ménages à revenus élevés, afin d'éviter des erreurs d'échantillonnage.

Les résultats publiés ont donné des distributions de la fortune totale et moyenne par type d'actif, croisées avec divers critères. Mais les résultats chiffrés sont sujets à des erreurs de mesure et d'échantillonnage (cf. "Recherches sur l'épargne aux U.S.A. et en Scandinavie" - C.R.E.P. - 1966).

.../.

B - Les résultats obtenus.

a - Valeur des actions détenues par les particuliers.

Les diverses études recensées plus haut ont servi à calculer la valeur globale des actions appartenant aux particuliers américains. Mais les résultats auxquels ces études sont parvenues sont assez différents; les actions possédées par des particuliers étaient estimées à :

pour l'année 1960, 354 milliards de dollars (CROCKETT et FRIEND),
pour l'année 1962, 288 milliards de dollars (actions sur liste seulement,
par le N. Y. S. E.),
et 230 milliards de dollars (enquête FED),
pour l'année 1963, 500 milliards de dollars (FRIEND),
pour l'année 1965, 400 milliards de dollars (toutes les actions, N. Y. S. E.).

Les estimations sont donc très différentes.

Il est à peu près certain que l'estimation obtenue par l'enquête FED est sous-estimée : malgré les essais de surreprésentation des hauts revenus (dans lesquels les actions se trouvent concentrées), il semble que l'enquête ne soit pas arrivée à trouver l'échantillon représentatif de valeurs mobilières. Par ailleurs, les enquêtés peuvent avoir "faussé" leurs réponses sur ce point.

Les évaluations faites par N. Y. S. E. lors de ses recensements paraissent meilleures : elles sont complètes pour les actions enregistrées sur les listes des sociétés, mais lorsqu'il s'agit des actions non enregistrées, les estimations du N. Y. S. E. deviennent moins sûres (et c'est le cas pour la valeur des actions en 1965).

Le travail effectué par CROCKETT et FRIEND (1) donne une estimation plus importante des actions, estimation basée sur les déclarations fiscales et obtenue après certains redressements effectués pour répartir les sous-estimations des déclarations fiscales. Il nous semble que la valeur totale des actions établie par ces deux auteurs pour l'année 1960 est meilleure que celle commentée plus haut.

De même la valeur donnée par FRIEND et d'autres chercheurs américains (2) pour les actions possédées par les individus américains en 1963 paraît aussi meilleure, quoique un peu forte car individus et trusts funds ou nomines sont regroupés ensemble.

b - Les caractéristiques des actionnaires et la valeur de leurs actions.

- Le professeur FRIEND avec d'autres chercheurs américains publie dans son livre "Investment Banking and the New Issues Market - Summary Volume" 1965, deux tableaux distribuant la valeur totale des actions et des obligations suivant les catégories d'investisseurs. Nous donnons ces tableaux, car ils mettent bien en évidence l'importance des actions par rapport aux obligations en général et surtout dans les portefeuilles de valeurs mobilières détenues par les individus.

.../.

(1)- in "Characteristics of Stock Ownership", - CROCKETT et FRIEND, in Proceedings of the Business and Economic Statistics Section - American Statistical Association - Washington 1963, pp. 146 à 168.

(2) - in "Investment Banking and the New Issues Market - Summary Volume"- I. FRIEND - University of Pennsylvanie - (128 pages).

Distribution de la valeur des obligations et actions

Investisseurs	Obligations				Actions			
	Année 1958		Année 1963		Année 1958		Année 1963	
	valeur milliard $	%	valeur milliard $	%	valeur milliard $	%	valeur milliard \$	%
"Non insured pension funds"	12,5	14	18,9	16	7,9	3	30,7	55
Cies d'assurances	44,5	50	55,5	47	3,9	1	6	1
"State et Local gvt trusts funds"	5,3	6	14,2	12	-	-	-	-
Cies d'investissement	1,0	1	2,6	2	19,5	5	36,1	5
Autres institutions et étrangers	14,2	16	14,2	12	19,5	5	30,7	5
Individus (1)	11,6	13	13	11	334	87	500	84
Total (milliards \$)	89,1	100	118,4	100	394,8	100	603,5	100

(1) - Y compris les trusts funds ou nomines.

De ce tableau, il ressort nettement que les individus ont très peu d'obligations : la valeur de ces dernières forme à peine 3 % de la valeur totale de leurs portefeuilles.

A l'inverse les actions détenues par les particuliers sont nombreuses et importantes, mais la part des individus tend à diminuer : en 1963, ils possèdent 84 % des actions, en 1958, 87 % et si l'on remonte plus loin on trouve qu'en 1900 les individus possédaient 96,6 % des actions et en 1954, 91,5 % (calculs de FRIEND). Ceci correspond bien à ce qui avait été noté plus haut sur la distribution du nombre d'actions enregistrées sur listes par type de porteurs, où l'on voyait la part des individus diminuer passant de 60 % en 1956 à 57 % en 1962 (cf. p. 12).

.../.

Quant aux obligations, la baisse de la part des individus dans leur possession apparaît encore plus frappante : en 1900, les Américains possédaient 64,7 % des obligations, en 1945 ils n'en avaient plus que 33,6 % et en 1963, 11 %.

- Les valeurs des actions selon les caractéristiques des ménages : Survey of Financial Characteristics of Consumers, 1962.

Si la valeur globale des actions donnée par ce "Survey" est nettement sous-estimée et sujette à caution, par contre la distribution de cette valeur selon certains critères économiques et socio-démographiques est intéressante.

Cette étude a été faite auprès des ménages et donne des résultats par ménage et non par individu. Selon l'enquête, 16 % des ménages ont des actions en 1962, ce qui correspond à un nombre de ménages de 9,4 millions. Les tableaux ci-dessous donnent les taux de possession des actions et la valeur de ces actions selon 4 critères : le revenu des ménages, l'âge du chef de ménage, la profession du chef de ménage croisée avec le statut d'occupation du logement et la fortune nette des ménages.

.../.

Distribution des ménages actionnaires selon leur revenu en 1962

Revenus en dollars	% de propriétaires dans chaque classe de revenus	valeur moyenne des actions détenues pour toute la classe (en dollars)	valeur moyenne des actions par actionnaire (en dollars)
- 3.000 \$	7	450	6.300
de 3. à 5.000	8	686	8.100
5 à 7.500	15	1.402	9.300
7.500 à 10.000	19	2.659	14.000
10 à 15.000	32	4.521	14.000
15 à 25.000	52	10.431	20.000
25 à 50.000	83	71.368	85.500
50 à 100.000	88	161.765	183.000
100.000 et +	97	956.339	985.000
Moyenne générale	16 %	3.724	23.100

selon l'âge du chef de ménage en 1962

Classes d'âge	% de propriétaires dans chaque classe d'âge	valeur moyenne des actions pour toute la classe	valeur moyenne des actions par actionnaire
- 35 ans	11	459	4.200
35 à 45 ans	14	1.106	7.850
45 à 55 ans	20	2.813	14.150
55 à 65 ans	20	6.866	34.330
65 ans et +	16	8.432	52.600
Moyenne générale	16 %	3.724	23.100

.../.

Distribution des ménages actionnaires selon la profession
du chef de ménage et le statut d'occupation du logement en 1962

Statut d'occupation et profession	% de propriétaires d'actions dans chaque classe	valeur moyenne glo- bale des actions pour toute la classe (en dollars)	valeur moyenne des actions par action- naire (en dollars)
<u>Citadins propriétaires :</u>	<u>22</u>	<u>5.453</u>	<u>24.786</u>
entrepreneurs individuels	32	14.388	44.962
salariés	21	3.586	17.076
retraités	21	7.361	35.052
<u>Citadins locataires :</u>	<u>11</u>	<u>2.411</u>	<u>21.918</u>
entrepreneurs individuels	43	11.270	26.209
salariés	10	1.600	16.000
retraités	7	5.312	75.580
<u>Agriculteurs, fermiers :</u>	<u>31</u>	<u>1.354</u>	<u>4.367</u>

selon la taille de la fortune nette totale
en 1962

<u>Fortune :</u>			
0 à 1.000 \$	2	8	400
1.000 à 5.000 \$	6	55	915
5.000 à 10.000 \$	14	136	9.700
10.000 à 25.000 \$	21	557	2.640
25.000 à 50.000 \$	31	2.525	8.150
50.000 à 100.000 \$	57	11.874	23.000
100.000 à 200.000 \$	74	31.684	42.600
200.000 à 500.000 \$	76	96.842	127.000
500.000 \$ et +	88	420.740	476.000
Moyenne générale	16 %	3.724	23.100

Les deux premiers tableaux peuvent être comparés à ceux publiés par le N.Y.S.E. lors de son recensement des actionnaires pour l'année 1962. Bien que les populations observées aient des définitions différentes, le N.Y.S.E. s'occupant des individus actionnaires et le Survey des ménages actionnaires, nous pouvons néanmoins rapprocher ces tableaux. On constate alors que le pourcentage d'actionnaires dans chaque tranche d'âge augmente avec l'âge jusqu'à 55 ans puis diminue, quelle que soit la population de base envisagée; de même on note la progression du taux de possession par tranche de revenu lorsque celui-ci s'accroît. Les évolutions sont donc bien les mêmes.

Le Survey donne des renseignements complémentaires qui sont intéressants : c'est ainsi que la valeur moyenne globale des actions augmente avec le niveau des revenus à partir d'un revenu annuel supérieur à 15.000 dollars: ceci montre ce que l'on avait déjà noté par ailleurs, à savoir la concentration de portefeuilles d'actions à valeur très élevée dans les hauts revenus. En calculant la valeur moyenne des actions par ménage possesseur, on trouve qu'elle est de 985.000 dollars pour les ménages ayant un revenu annuel supérieur à 100.000 dollars et de 183.000 dollars pour ceux dont le revenu annuel est compris entre 50 et 100.000 dollars, alors que les ménages ayant un revenu inférieur à 3.000 dollars possèdent des actions pour une valeur moyenne de 6.300 dollars.

En étudiant la valeur des actions possédées selon l'âge du chef de ménage, on voit que si le taux de possession diminue à partir de 55 ans, la valeur des actions continue à augmenter.

Quant à la profession, elle joue un rôle important à la fois dans la diffusion de la possession des actions et dans la valeur des portefeuilles :

.../.

les entrepreneurs individuels ont le plus fort pourcentage de propriétaires avec des valeurs de portefeuilles très élevées. Les agriculteurs sont en grand nombre propriétaires d'actions mais possèdent des portefeuilles de bien moindre importance. Quand aux salariés et retraités, s'ils ne présentent pas de différences entre eux dans les taux de possession, la valeur de leurs portefeuilles est au contraire très différente : les retraités ont des valeurs élevées, surtout chez les citadins locataires.

Le statut d'occupation du logement a une influence sur le taux de possession : les propriétaires sont plus souvent actionnaires avec des portefeuilles plus importants.

Le quatrième tableau présente le taux de possession et les valeurs moyennes par tranche de fortune nette. Le taux de possession des actions augmente avec la fortune et est très élevé chez les ménages les plus riches, qui sont aussi ceux qui touchent les plus hauts revenus. Ici, aussi, on note la très grande concentration des portefeuilles à forte valeur dans les tranches de fortune les plus élevées, comme pour les revenus. Si l'on rapporte la valeur moyenne des actions pour tous les ménages à la fortune moyenne de chaque classe (en prenant la valeur centrale de chaque classe de fortune nette), on voit que les portefeuilles d'actions prennent une place de plus en plus grande dans la fortune des ménages, au fur et à mesure que celle-ci augmente; occupant à peu près 1,8 % de la fortune des ménages ayant entre 1.000 et 5.000 \$ de fortune, les actions comptent pour 12,8 % de cette fortune entre 50.000 et 100.000 \$ et 42 % pour les ménages ayant une fortune entre 200 et 500.000 dollars.

.../.

CROCKETT et FRIEND dans leur article "Characteristics of Stock Ownership" ont étudié les revenus des actions (dividendes) et à partir d'eux la valeur des actions selon différents critères, comme le revenu des actionnaires, la profession des actionnaires ...

Auparavant, avec les estimations obtenues à partir de leur échantillon fiscal redressé et en se servant de documents du Stock Exchange et des documents industriels, CROCKETT et FRIEND ont fait une première répartition des actions selon leur origine et par types de porteurs.

Répartition des actions aux Etats-Unis en 1960

Actions figurant sur :	Répartition des actions (en milliards de \$)	Répartition (en %)
Listes du N. Y. S. E.	300,9	60
Listes des autres Bourses	27,8	6
Mutual Funds	16,1	3
Banques Nationales et Cies d'Assurances non listées :		
donnant dividendes	34,4	(7
ne payant pas de dividendes	1,7	(
Autres actions non listées :		
payant dividendes	122,4	24
ne payant pas de dividendes	12,2	2
Total	515,5	
Actions détenues par étranger	-9,5	-2
Total	506,0	100
Actions détenues par sociétés nationales	116,2	23
Actions détenues par org. exemptées d'impôts	35,8	7
Actions détenues par les ménages	354,0	70

Les auteurs ont calculé que, en 1960 :

- des actions de liste, d'une valeur de 11,5 milliards de \$, ne payaient pas de dividendes,
- des actions non listées, d'une valeur de 14 milliards de \$, ne payaient pas de dividendes,

soit un total de 5 % de la valeur de toutes les actions.

Distribution des actions détenues par les individus :

Dans les hauts revenus, les rapports utilisés prix d'action - dividendes tendent à sous-estimer un peu les revenus et le patrimoine de ces groupes, car on peut s'attendre à ce qu'il y ait une plus forte proportion d'actions ne donnant pas de dividendes mais des gains en capital.

Revenus individuels	Dividendes touchés		Rapport prix : dividende	Actions donnant dividende		Distribution de la valeur totale des actions (à dividende ou non) (en %)
	valeur (en milliards)	%		valeur (en milliards)	%	
- 5.000 \$	1,531	13	27,22	41,7	12	12
5 à 10.000 \$	1,717	14	27,26	46,3	14	14
10 à 15.000 \$	1,368	12	27,88	38,1	11	11
15 à 25.000 \$	1,734	14	27,15	47,1	14	14
25 à 50.000 \$	1,984	17	26,81	53,2	16	16
50 à 100.000 \$	1,498	12	28,35	42,5	13	12
100 à 150.000 \$	0,962	5	28,16	15,8	5	6
150.000 \$ et +	1,550	13	31,12	48,7	15	15
Total	11,943	100		333,9	100	100

La distribution de la valeur des actions est plus concentrée dans les revenus élevés que celle des dividendes.

Les individus qui ont des revenus supérieurs à 100.000 \$ représentent 0,1 % de la population, touchent 1,5 % des revenus, perçoivent 18 % des dividendes et possèdent 21 % des actions individuelles. Les individus qui ont des revenus supérieurs à 25.000 \$ représentent 1 % de la population, touchent 10 % des revenus, perçoivent 47 % des dividendes et possèdent 49 % des actions.

D'autre part, si l'on compare malgré une définition des revenus un peu différente, cette distribution à celle des porteurs de valeurs mobilières décrite p. 13, la concentration des dividendes et des actions paraît aussi très forte : c'est ainsi que les actionnaires, ayant un revenu de ménage supérieur à 25.000 \$, forment 5,8 % de la totalité des actionnaires, touchent 47 % de la valeur globale des dividendes et possèdent 49 % de la valeur des actions.

Alors que, à l'inverse, 40 % des actionnaires, qui ont un revenu de ménage compris entre 10 et 25.000 \$, possèdent 25 % des actions et touchent 26 % des dividendes.

CROCKETT et FRIEND ont poussé plus loin leur analyse en distribuant la valeur des actions payant un dividende selon le revenu et la profession des actionnaires.

.../.

Répartition des actions selon le revenu et la profession des
Américains - 1960

Profession	Revenu individuel - 1960				Total
	- 10.000 \$	10 à 50.000 \$	50 à 150.000 \$	150.000 \$ et +	
Directeurs et Cadres dirigeants	2,1	9,7	7,5	6,6	25,9
Ingénieurs, Cadres	2,7	7,8	2,9	0,7	14,1
Personnel administratif et employés	2,1	0,7	0,1	0,1	3,0
Personnel de vente	2,2	2,3	0,3	-	4,8
Agriculteurs, fermiers	0,8	0,9	0,4	0,3	2,4
Autres salariés	2,5	2,2	0,1	-	4,8
Retraités	6,2	4,0	1,6	1,9	13,7
Rentiers et ménagères	3,4	0,9	0,6	1,2	6,1
Indéterminé	4,0	12,5	4,5	4,2	25,2
Total	26	41	18	15	100

Dans ce tableau, nous devons tout d'abord noter que les individus, dont la profession est inconnue, sont importants : ils possèdent le 1/4 de la valeur des actions. Malgré cela, nous pouvons essayer d'étudier quelques caractéristiques de ceux dont la profession est connue.

Les trois groupes les plus importants sont les cadres dirigeants et directeurs d'entreprise qui ont 26 % de la valeur des actions, les ingénieurs et cadres qui en possèdent 14 % et les retraités (14 %). Evidemment ces deux premiers groupes (contrairement aux retraités) comptent dans la possession des actions pour des proportions très importantes lorsque les revenus sont

.../.

élevés (cela est dû au fait qu'ils sont plus nombreux que les autres catégories à toucher de forts revenus), mais on remarque que dans la classe de revenus inférieurs à 10.000 \$ ils tiennent une place égale à celle des employés, personnel de vente ou autres salariés.

On peut comparer les résultats de ce tableau à ceux donnés par le N. Y. S. E. pour la distribution des actionnaires selon leur profession. Les cadres et directeurs d'entreprise ont des portefeuilles très importants : formant 13 % des actionnaires ils détiennent 26 % des actions, ainsi que les fermiers qui possèdent 2,4 % des actions, alors qu'ils sont 0,3 % des actionnaires. Les ingénieurs et cadres qui forment le groupe le plus important des actionnaires après les ménagères (17 %) détiennent une part moins importante des actions (14,1 %). Mais ces comparaisons doivent être faites avec prudence, étant donnée l'importance des "non déterminés", dont on ne sait absolument pas comment ils se distribuent entre toutes les professions.

c - Les préférences des Américains.

CROCKETT et FRIEND ont essayé d'examiner les préférences par groupe de revenus et par région, vis-à-vis de la nature de l'industrie, du type de marché de la firme émettrice, du type d'émission. Pour cela, les auteurs ont dressé des tableaux répartissant les différentes actions selon le type d'industries (automobile, chimie, imprimerie ...) et le revenu des individus. Puis, ils ont distribué les actions selon l'importance du capital des entreprises, la nature plus ou moins "risquée" de ces entreprises et les revenus des actionnaires.

De leurs tableaux il ressort que :

.../.

Les actionnaires à revenu bas préfèrent les industries des téléphones et télécommunications, d'utilisation du gaz et de l'électricité, et les compagnies d'investissement. Or, ces firmes ont des valeurs moins sujettes aux variations saisonnières, moins risquées. Par ailleurs, les plus petits investisseurs sont aussi les plus enclins à acheter des valeurs de firmes largement ouvertes, inscrites au N. Y. S. E. et ayant un capital élevé.

A l'inverse les investisseurs à hauts revenus possèdent des actions plus risquées, avec un rapport prix-dividende plus élevé.

La distribution des actions selon le type d'industrie et la région montre que les différences régionales reflètent à la fois l'implantation d'origine et actuelle des industries les plus importantes. Par ailleurs, elle suggère que certaines régions ont une préférence moyenne pour les actions moins risquées supérieure à d'autres régions. Par exemple, les régions qui ont le moins le goût du risque sont la Pennsylvanie, New Jersey...

Essai d'analyse du comportement des Américains selon leur connaissance du marché financier :

Finalement CROCKETT et FRIEND ont tenté de donner quelques éclaircissements sur l'influence de l'expérience du marché financier sur le comportement des différents groupes de la population.

Pour cela, les auteurs ont calculé, par type d'industrie, la valeur des actions en prenant en compte et en les pondérant : l'indice moyen de ces valeurs l'année antérieure, l'indice moyen de ces valeurs l'année étudiée et les dividendes payés par ces actions.

Puis, ils ont réparti ces indices par type d'industrie selon les différentes classes de revenus des actionnaires en leur donnant une pondération dépendant de l'importance des valeurs détenues par chaque classe (ex : actionnaires ayant un revenu compris entre 5 à 10.000 \$ ont 10 % des actions pétrolières, on leur affecte donc 10 % de l'indice calculé pour les actions du pétrole).

On obtient donc le tableau suivant :

Indice pondéré des actions industrielles par classe de revenus

Revenus	Milieu 1957 à milieu 1960	Milieu 1960 à milieu 1963
- 10.000 \$	142,0	142,4
10 à 50.000 \$	139,1	141,3
50 à 150.000 \$	139,8	139,6
150.000 \$ et +	140,7	138,1

Les auteurs pensaient que les actionnaires à revenus élevés avaient une expérience du marché supérieure aux autres, cette expérience expliquant pour eux la possession de valeurs risquées. Or, le tableau montre que la connaissance que les gens ont du marché des actions n'est pas significativement différente entre les bas et les hauts revenus.

.../.

CONCLUSION :

Différentes études ont été menées aux Etats-Unis afin de connaître la clientèle privée du marché des actions et ses caractéristiques.

Le problème a été abordé sous deux aspects principalement :

- l'évaluation du nombre de porteurs d'actions et leur description;
- l'évaluation du portefeuille total d'actions détenu par les particuliers et sa répartition;

sur ces deux points, les recherches ont abouti à des résultats différents, dont nous présentons les principaux dans cette conclusion.

Les porteurs d'actions : grâce surtout aux études approfondies menées par le New York Stock Exchange, le nombre et les caractéristiques des actionnaires américains sont maintenant bien connus aux Etats-Unis et une certaine évolution au cours des dernières années a pu être mise en valeur.

Les porteurs individuels d'actions sont en nombre grandissant : 12,5 millions en 1959, ils sont 20 millions en 1965 (soit 1 adulte sur 8 en 1959 et 1 adulte sur 6 en 1965).

Au cours des dernières années, on relève l'importance grandissante des "mineurs" possesseurs d'actions, dénotant aussi un comportement nouveau parmi les adultes (les valeurs mobilières devenant un élément de patrimoine à accumuler pour les enfants).

Les investisseurs en actions sont groupés dans les âges allant de 35 à 54 ans, mais on note une augmentation importante de ceux-ci parmi les plus

.../.

âgés (due en partie à l'extension de l'usage des valeurs mobilières dans les plans de retraite) et parmi les plus jeunes (moins de 21 ans), une nouvelle législation rendant plus faciles les dons en actions aux enfants.

Niveau d'instruction et niveau de revenu exercent une influence non négligeable sur la possession d'actions, le taux de possession de ces valeurs augmentant régulièrement avec ces deux niveaux.

Quant à la profession, son influence propre est difficile à distinguer de celle du revenu, les deux étant très souvent liés. En effet, les actionnaires sont très nombreux parmi les cadres et ingénieurs, les cadres et directeurs d'entreprise, puis le personnel administratif et de vente. Or, ce sont des professions où le niveau de revenu est élevé. L'évolution de ces dernières années montre une nette augmentation du taux de possession parmi les cadres et ingénieurs, de même que parmi les retraités et les ménagères.

Evaluation des actions individuelles :

Les études faites pour arriver à évaluer le portefeuille d'actions détenu par les Américains ont abouti à des approximations et ont donné des estimations ne concordant pas toutes entre elles.

Le New York Stock Exchange, dans ses recensements, ne donne que la valeur marchande estimée des actions figurant sur les listes des sociétés, donc aboutit à une sous-estimation certaine du portefeuille d'actions global des américains.

L'étude faite par FRIEND et CROCKETT aboutit à une estimation plus élevée que celle du N. Y. S. E. , et donne quelques précisions. En particulier,

.../.

elle démontre la grande concentration des actions et des dividendes reçus parmi les groupes à revenus très élevés et esquisse l'influence de la profession en tant que telle sur la possession et la valeur des portefeuilles détenus. Par ailleurs, en analysant les préférences des Américains en matière de valeurs mobilières, on voit que les actionnaires à revenus bas préfèrent des firmes ayant des valeurs peu risquées, un capital social élevé et étant inscrites au New York Stock Exchange.

Quant au Survey of Financial Characteristics of Consumers, s'il ne donne pas une bonne évaluation des actions totales détenues par les ménages, il fournit par contre des renseignements intéressants sur la distribution de la valeur des portefeuilles possédés par les Américains. Les conclusions auxquelles il aboutit viennent renforcer celles dégagées lors des précédentes études. La concentration des actions dans les hauts revenus y est à nouveau constatée. Les plus importants portefeuilles d'actions se trouvent chez les entrepreneurs individuels et professions libérales et les retraités, ainsi que parmi les propriétaires de leur logement. Cette dernière constatation confirme une conclusion dégagée par le N. Y. S. E. , à savoir que les porteurs d'actions aux Etats-Unis considèrent les valeurs mobilières comme une partie d'un programme financier plus large (80 % d'entre eux possèdent leur logement, 88 % ont des comptes d'épargne...).

Enfin, le taux de possession des actions augmente avec la fortune nette des ménages et constitue une part de plus en plus importante de cette fortune, allant jusqu'à en former 40 % dans les classes de fortune les plus élevées.

x

x

x

.../.

Ainsi les chercheurs américains sont arrivés à des résultats différents quant à la précision de l'information demandée. En particulier, il reste des améliorations et des progrès à faire dans l'évaluation des actions possédées par les individus ; d'autre part, des études plus poussées sur les préférences des individus en matière de valeurs mobilières et sur la place que celles-ci tiennent dans leur programme financier permettraient une meilleure connaissance du comportement des ménages en tant qu'investisseurs en valeurs mobilières, ainsi qu'une prévision mieux étayée sur l'évolution du marché financier national.

B. de BAGNEAUX

ANNEXE METHODOLOGIQUE

I - LES PROPRIETAIRES D'ACTIONS AUX ETATS-UNIS.

A - Temporary National Economics Committee Monograph, 1937.

Les auteurs de cette monographie employèrent quatre techniques d'approche différentes pour évaluer le nombre de possesseurs d'actions en 1937.

Deux techniques consistaient à relever le nombre de personnes déclarant, à l'imposition, des dividendes et différaient par la méthode d'évaluation du nombre d'actionnaires ne faisant pas de déclarations. Une troisième technique utilisait les estimations de portefeuilles enregistrés sur des listes, et, à l'aide d'un échantillon de 5.000 déclarations sur le revenu estimait le nombre moyen d'actions possédées par individu et donnant lieu à des dividendes dans les différents groupes de revenu; ensuite on calculait le nombre d'actionnaires. La quatrième technique était dérivée d'une enquête faite pour le New York Stock Exchange par ROPER.

B - KUZNETS in "Share of Upper Income Group in Income and Savings".

La méthode employée par KUZNETS est longuement décrite et critiquée par COX, nous résumons ici ses principaux calculs.

KUZNETS estime tout d'abord le nombre total de personnes représentées par les déclarations de revenus dans chaque classe de revenus, puis il calcule le revenu économique véritable d'après les déclarations, enfin il divise ce revenu par le nombre de personnes représentées et obtient un revenu moyen par tête pour chaque classe de revenu.

C'est principalement toute cette première partie de calculs que COX critique, en raison de la trop grande imprécision des données de base.

Une interpolation logarithmique a été ensuite utilisée pour faire la distribution des dividendes par classe de revenu total et pour déterminer le montant de dividende reçu par le 1/100 de la population totale ayant les plus hauts revenus économiques par tête. Ces calculs ont été faits aussi pour les 5 %, 10 % et 20 % de la population totale touchant les revenus les plus élevés.

Ainsi KUZNETS estimait les % du revenu total et de chaque type de revenu touché par les personnes se trouvant aux percentiles supérieurs de la Distribution du Revenu Total.

C - Les recensements du New York Stock Exchange.

La méthode employée par le N.Y.S.E. pour évaluer le nombre d'actionnaires est la suivante. Le N.Y.S.E. demande à 6.000 compagnies publiques deux sortes de renseignements :

. le nombre total d'actionnaires portés sur les listes, groupés par grandes classes : sexe, âge, etc... Pour 1962, ces compagnies donnèrent un chiffre de 46 millions. Ces compagnies devraient donner aussi le nombre de "parts" détenues.

. les noms et adresses d'actionnaires individuels à l'intérieur de 5 combinaisons alphabétiques choisies au hasard. Chaque combinaison alphabétique comprenait à peu près $1/250$ du nombre total des actionnaires individuels figurant sur les listes, pour chaque émission courante et préférentielle en circulation.

Des informations similaires étaient demandées auprès d'agents de change importants et des banques ayant des comptes particuliers. En 1962, le N. Y. S. E. obtint 210.000 noms et adresses d'actionnaires qu'il codifia et pour lesquels il vérifia soigneusement s'il y avait à l'intérieur de chaque combinaison alphabétique des doubles emplois. Ces doubles emplois étaient calculés pour chaque combinaison puis divisés par le nombre total d'actionnaires figurant sur les listes; on obtenait ainsi 5 estimations de la propriété individuelle d'actions. Le chiffre publié est la moyenne de ces 5 estimations.

Pour déterminer les caractéristiques personnelles des actionnaires, un sous-échantillon fut tiré dans les 5 combinaisons "alpha" parmi les actionnaires n'ayant pas de double compte. Les enquêtés (au nombre de 2.000) furent interrogés soit par téléphone, soit par interview (quand ils n'avaient pas le téléphone); l'un et l'autre moyen ont donné d'aussi bons résultats.

Le N. Y. S. E. appelle sa méthode : la technique "Alpha-Seg".

II - LA VALEUR DES ACTIONS POSSEDEES PAR LES AMERICAINS.

CROCKETT et FRIEND, in "Characteristics of Stock Ownership",

(Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association - Washington - 1963), ont analysé en détail un échantillon de 4.250 déclarations d'impôt individuelles pour l'année 1960. Cet échantillon avait été stratifié par revenus, avec une surreprésentation des hauts revenus.

Pour chaque type d'action, les auteurs de cette étude ont essayé de déterminer un rapport prix de l'action (valeur)/dividende. En multipliant ce rapport prix/dividende par les dividendes reçus correspondants, on obtient alors la valeur marchande des actions. Un rapport moyen prix/dividende, pondéré par le nombre d'actions de chaque émission, fut calculé en mettant en relation la valeur marchande agrégée des actions avec les dividendes agrégés.

Lorsque les informations manquaient, en particulier pour des entreprises ne figurant pas sur les listes des Bourses américaines, les auteurs classaient ces compagnies dans des catégories d'entreprises dont elles approchaient le plus et pour lesquelles les taux de dividendes moyens étaient déjà calculés.

CROCKETT et FRIEND ont tout d'abord fait la distribution des dividendes dans leur échantillon, par classes de revenus. Puis ils ont comparé cette distribution à celle obtenue à partir d'un autre échantillon représentatif tiré des statistiques sur le revenu. Cette comparaison montre que l'échantillon

des auteurs surreprésente un peu les dividendes dans les basses classes de revenus (jusqu'à 15.000 \$) et sous représente les dividendes des classes les plus élevées de revenu.

CROCKETT et FRIEND ont essayé ensuite de calculer la sous-estimation des dividendes par classes de revenus dans les déclarations fiscales. Avec l'aide de renseignements obtenus auprès de la Direction des Impôts, ils ont pu obtenir les taux de sous-estimation suivants :

(revenu \leq 5.000 \$ = sous-estimations 8 %
 { revenu entre 5 et 10.000 \$ = sous-estimation 11 %
 (revenu de plus de 25.000 \$ = sous-estimation 2 %.

Puis ils ont redressé les données de leur échantillon de déclarations fiscales selon plusieurs procédés différant dans la façon de répartir cette sous-estimation.

Le tableau suivant présente les différentes estimations obtenues.

Distribution de la masse des dividendes par classe de revenus en 1960

Classes de revenus individuels	D'après échantillon représentatif des Statistics of Income	D'après l'échantillon étudié	D'après l'échantillon étudié redressé
- 10.000 \$	26,4 %	30,1 %	27,2 % à 24,8 %
de 10 à 50.000 \$	42,5 %	40,6 %	43,1 % à 43,5 %
50 à 100.000 \$	13,2 %	13,0 %	12,0 % à 13,1 %
100.000 \$ et plus	17,9 %	16,3 %	17,7 % à 18,6 %
Total	100	100	100
en millions de \$	9.901,6	10.461,4	11.943

Ce tableau montre une haute concentration des dividendes reçus dans les classes de revenus de plus de 100.000 \$: 0,1 % des personnes remplissant des déclarations d'impôts ont des revenus supérieurs à 100.000 \$ et reçoivent 17 à 18 % de la valeur globale des dividendes.

CARACTERISTIQUES DES POSSESSEURS DE
COMPTES D'EPARGNE DANS LES BANQUES COMMERCIALES ET
DANS LES "SAVING AND LOANS ASSOCIATIONS" .

Henry L. CLAYCAMP

in Journal of Marketing Research - American
Marketing Association - Chicago - Mai 1965.

pp. 163 à 170

Le développement récent et spectaculaire aux U.S.A. des Savings and Loans Associations (1) au détriment des banques commerciales en tant que dépositaires des fonds d'épargne a attiré l'attention des économistes américains sur ces deux institutions. Des études ont été faites tendant à montrer que la politique plus agressive des Savings and Loans associations ainsi que les changements dans les préférences des ménages ont été les facteurs décisifs de cette évolution.

.../...

(1) Etablissements d'épargne et de crédit.

Claycamp pense que ces études ont été faites sur un plan trop global et veut étudier les clientèles des deux institutions à partir de données non agrégées, de données d'enquête. Ainsi il espère savoir si les clients de ces deux institutions sont différents, en quoi ils diffèrent et si ces différences sont de nature purement socio-économique ou aussi psychologique.

L'auteur essaie donc :

- d'identifier les caractéristiques qui distinguent 3 sous-groupes de ménages :
 - . ceux qui ont des dépôts d'épargne uniquement dans les banques
 - . ceux qui ont des dépôts d'épargne uniquement dans les Savings and Loans Associations,
 - . ceux qui ont des dépôts d'épargne dans les deux institutions.
- de déterminer l'importance relative de différents types de variables comme "discriminateurs" des 3 sous-groupes.
- de rechercher les implications de ces discriminateurs sur les politiques commerciales des deux institutions.

L'échantillon étudié est composé de 174 ménages tirés au hasard parmi ceux qui faisaient partie du Consumer Savings Project (1) et qui avaient

.../...

(1) cf. "Recherches sur l'Épargne aux U.S.A. et en Scandinavie" par M. Massonau et G. Vangrevelinghe - CREP - Paris - 1966.

déclaré posséder des comptes d'épargne dans l'une ou l'autre des deux institutions. Les données utilisées sont sûres car elles ont été vérifiées par le Consumer Savings Project. Ces 174 ménages habitent la même région, le "Midwestern".

Claycamp fait des analyses à corrélations multiples avec 3 groupes de variables : . variables socio-économiques (âge, éducation, profession, revenu, fortune ...)

. éléments du patrimoine (comptes chèques, obligations, actions, biens immobiliers autres que le logement ...)

. variables psychologiques comprenant les besoins de la personnalité (épanouissement de la personnalité, autonomie, agression ...), les motifs donnés pour l'épargne (retraite, éducation des enfants, imprévus, remboursement des dettes) et les prévisions d'avenir (évolution des prix, prospérité ou récession).

L'auteur donne les résultats auxquels il est parvenu, tout en précisant les limites de telles conclusions dues à la nature de l'échantillon (non représentativité, une région ...) et à l'application de tests statistiques de significativité dans un tel domaine.

Résultats :

- Les différences entre les 3 groupes montrent que les ménages ayant

.../...

des comptes d'épargne uniquement dans des banques sont plus jeunes, ont des familles plus nombreuses, possèdent moins d'actions et ont des professions moins spécialisées que les ménages ayant des comptes dans les Savings and Loans Associations. Les 2 groupes ont, par contre, la même éducation, le même revenu, les mêmes motivations ... et sont tout autant propriétaires de leur logement.

- Les analyses à corrélations multiples ont mis en évidence le fait que les variables de nature psychologique expliquent mieux les différences entre les ménages ayant des comptes en banque et ceux ayant des comptes dans les S. and L. Associations.

En affinant son analyse, Claycamp dégage 8 variables explicatives, dont 5 psychologiques (désir d'autonomie, d'affiliation et d'achèvement de soi, hétérosexualité et préparation de la retraite), 2 socio-économiques (âge et profession : employés et administratifs), 1 sur la fortune (les actions).

- La clientèle exclusive des Savings and Loans Associations semble composée de ménages d'un certain âge, aimant peu le risque, possédant de nombreuses actions et dont les aspirations tendent à l'accomplissement de leur propre personnalité.

- La concentration des comptes d'épargne dans les banques plutôt que leur diversification entre banques et S. and L. Associations est associée

.../...

positivement avec les professions de cadres et d'entrepreneurs individuels, avec l'accession au niveau social souhaité et l'épanouissement de la personnalité, négativement avec le revenu, l'éducation et l'âge.

- La diversification des livrets entre les deux institutions en cause est très liée à l'attente d'une récession dans un futur proche.

En conclusion Claycamp déclare que les variables socio-économiques fréquemment utilisées (sauf l'âge) sont peu opératoires lorsqu'il s'agit de faire des discriminations entre les groupes de ménages qui ont des comptes en banque ou dans les S. and L. Associations. Par contre, il lui semble évident que des différences dans certaines variables psychologiques peuvent être mises en jeu pour des politiques commerciales. On doit noter que les buts d'épargne ne sont pas d'importants "discriminateurs" entre les deux groupes : il n'est donc pas nécessaire de s'y référer au cours d'une campagne de publicité pour l'une ou l'autre de ces deux institutions.

B. de BAGNEAUX

RESUMES D'ENQUETES FAITES
AUPRES DES PORTEURS D' ACTIONS EN
GRANDE BRETAGNE ET AUX ETATS UNIS .

I - HOW DOES BRITAIN SAVE ?

A Summary of the Results of a Survey conducted for the London Stock Exchange by the British Market Research Bureau Ltd - London - 1966.

Cette étude a porté sur les propriétaires d'actions (Stocks et Shares) et faite à la demande du Stock Exchange. Un échantillon de 3 271 adultes a été tiré dans plus de 100 circonscriptions électorales par le "British Market Research Bureau" en Octobre 1965 ; il s'agit d'un échantillon au hasard stratifié, à deux degrés, tiré sur les listes électorales. Un seul adulte était interrogé par ménage et les résultats pondérés par le nombre d'adultes.

Sur les 36 millions d'adultes en Grande Bretagne (Irlande du Nord non comprise), l'enquête indique 2,5 millions propriétaires d'actions, possédées à titre individuel et achetées directement au Stock Exchange à leur nom, donc sans compter celles possédées par des Sociétés. Les autres formes de placements sont aussi indiquées par l'enquête, ainsi 63 % des adultes anglais ont une assurance vie et 41 % ont des obligations à lots (premium bonds).

.../...

L'enquête analyse les 2,5 millions d'adultes propriétaires d'actions par âge, catégorie professionnelle, etc ... Sur 10 propriétaires d'actions on observe :

8 %	ont	21 à 29 ans	40 %	sont Directeurs
16 %	ont	30 à 39 ans	29 %	employés
19 %	ont	40 à 49 ans	19 %	manuels qualifiés
24 %	ont	50 à 59 ans	12 %	manuels non qualifiés et retraités
33 %	ont	60 ans et plus		
<hr/>			<hr/>	
100 %			100 %	

68 % des propriétaires d'actions sont propriétaires de leur maison, alors que la proportion moyenne de propriétaires est de 41 %.

Les buts recherchés sont principalement les suivants :

- 43 % des propriétaires pour que le capital se conserve
- 40 % des propriétaires pour les intérêts
- 6 % des propriétaires pour spéculation.

.../...

II - SHAREOWNERS SHIP - USA - 1965 CENSUS OF SHARE OWNERS

Il s'agit, comme pour l'Angleterre, d'étudier les caractéristiques des propriétaires d'actions ; faite à la demande du Stock Exchange de New-York, cette étude a été réalisée par "Alfred Politz Research" ; il s'agissait de la 5ème enquête depuis 1952 sur le même sujet.

Plus de 500 agents de change et 350 banques ont été interrogés, en limitant les enquêtes aux actions nominatives, donc possédées par des individus et non par des sociétés. Les actions possédées par des personnes mais enregistrées au nom d'agent de change ou banque ont été ajoutées.

Le principe du sondage était de demander le nom et l'adresse d'individus dont le nom commençait par 5 combinaisons alphabétiques choisies au hasard. On a obtenu 192 000 noms et adresses.

Pour déceler les personnes ayant plusieurs actions et ayant donc été tirées plusieurs fois, il a été fait usage de matériel électronique. Le nom et l'adresse permettaient déjà un classement par sexe et situation géographique, les autres renseignements sur le revenu, l'âge, le niveau d'étude, le

.../...

(1) Cf. Supra = La Propriété individuelle des valeurs mobilières aux U.S.A.

mode d'acquisition ont été obtenus par téléphone auprès de 1 500 individus, représentatifs de la population américaine.

L'enquête indique au total, 20,1 millions propriétaires d'actions.

Pourcentages de la population ayant des actions :

<u>âge</u>	1,6 %	des moins de 21 ans
	8,3 %	des personnes de 21 à 34 ans
	17,6 %	" " " 35 à 44 ans
	21,8 %	" " " 45 à 54 ans
	21,1 %	" " " 55 à 64 ans
	18,6 %	" " " 65 ans et plus
	<hr/>	
	10,4 %	de la population totale .

revenu

	2,5 %	des personnes ayant moins de 3 000 dollars de <u>revenu</u>
	5,8 %	" " " 3 000 à 5 000 " "
	7,9 %	" " " 5 000 à 7 500 " "
	12,6 %	" " " 7 500 à 10 000 " "
	17,7 %	" " " 10 000 à 15 000 " "
	39,3 %	" " " 15 000 à 25 000 " "
	45,3 %	" " " 25 000 et plus " "
	<hr/>	
	10,4 %	

.../...

De même les pourcentages de propriétaires d'actions par professions : très élevé, de l'ordre de 35 % pour les directeurs et cadres, le pourcentage est le plus faible pour les fermiers et les travailleurs agricoles.

On note enfin que les femmes sont plus souvent propriétaires d'actions que les hommes (52 % contre 48 %).

H. FAURE

FACTEURS DE L'INVESTISSEMENT
DES GRANDES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES.

Y. GRUNFELD

(Determinants of corporate investment) "The Demand for
Durable Goods" - The University of Chicago Press.
Harberger ed. 1960 - pp. 210 à 266.

Il s'agit d'un essai pour expliquer les variations annuelles des dépenses d'investissement de huit sociétés américaines entre 1935 et 1954, telles que la General Electric, l'U.S. Steel, etc ... L'investissement comprend l'achat de matériel et de machines plus les dépenses d'entretien, réparation et renouvellement.

Dans une première partie, l'auteur explique les investissements par les profits soit de l'année P_t , soit de l'année antérieure P_{t-1} , les calculs portant sur vingt années pour les huit sociétés séparément, puis ensemble ; les corrélations obtenues sont médiocres. En effet, les hausses de profits ne correspondent pas toujours avec les hausses des investissements ; l'auteur essaie d'introduire alors la valeur des installations et propose l'ajustement : $I_{t+1} = a + bP_t + cM_t$ où I_t sont les investissements, P_t les profits, et cM_t la valeur de remplacement des installations. On voit que le coefficient c de M_t est > 0 ou < 0 selon que l'effet de remplacement des installations l'emporte ou non sur l'effet d'investissement net.

Pour le calcul du remplacement, le problème est d'évaluer correctement la dépréciation qui est, dans certains cas seulement, connue exactement.

Malgré des ajustements valables, l'auteur ne considère pas l'explication comme satisfaisante. Il cherche ensuite si les liquidités ont une influence sur les investissements ; en introduisant aussi la valeur des installations, les résultats sont médiocres.

On en conclut que les profits ne sont pas une bonne variable explicative des investissements lorsqu'on introduit la valeur des installations de l'entreprise ; il faut distinguer en effet le profit attendu et le profit réalisé ; ce serait plutôt le profit "attendu" qui serait une meilleure variable explicative.

Dans une deuxième partie, l'auteur essaie de trouver une variable représentant l'attente ou l'opinion sur le futur. Une analyse graphique montre que la valeur de la firme (market value) représentée par la somme des actions et des créances figurant au bilan, varie bien avec les dépenses d'investissement. L'investissement brut total est la somme d'un investissement net dépendant de la valeur V de la firme et du remplacement, proportionnel à M (valeur des installations). L'ajustement d'une équation :

$$I_{t+1} = aV + bM + c$$

conduit à des résultats satisfaisants :

$$r^2_{IV-1, M-1} = 0,535$$

$$R^2_{I, M-1 V-1} = 0,926$$

La valeur de la firme a donc un pouvoir explicatif supérieur à celui des profits (de l'année ou décalés). On peut cependant les introduire simultanément car ils sont peu liés et même quasi indépendants.

Comme les investissements sont en partie expliqués par une certaine conception du futur, on peut supposer que l'investissement actuel est lié au taux d'intérêt de l'année précédente et surtout à son changement. En effet, des régressions satisfaisantes sont obtenues en reliant I_t avec le taux d'intérêt en $t-1$ et $M-1$, la valeur des installations en $(t-1)$.

L'auteur estime que la valeur commerciale de la firme est en définitive une variable aussi puissante que le taux d'intérêt pour expliquer l'investissement.

L'application de ce modèle explicatif à d'autres sociétés que celles retenues dans l'étude et son prolongement sur d'autres années conduit à des résultats analogues.

H. FAURE

LE COMPORTEMENT DE CONSOMMATEUR
DES MENAGES PENDANT DEUX OU TROIS ANS.

R. F. KOSCIUB et J. N. MORGAN

(Consumer Behavior of Individual Families over two or three years)
Monograph n° 36 S-R.C. - Institute for Social Research - University
of Michigan - Ann Arbor Press - 1964.

Dans cet ouvrage collectif sont exposées quelques unes des recherches faites au sein du Survey Research Center à partir d'une enquête auprès des ménages faite en 1960 sur 3 000 ménages, répétée, tout au moins en partie, en 1961 et 1962 sur une fraction importante de l'échantillon primitif puisqu'on dispose en fin de période de données complètes pour 1 059 ménages.

En raison des difficultés particulières que rencontre la mise sur pied d'un panel de ce genre, ceci paraît un résultat assez satisfaisant, bien qu'évidemment la procédure suivie (en particulier le non réinterview des ménages ayant déménagé) entraîne un certain biais. L'échantillon obtenu (la critique méthodologique constitue une annexe de l'ouvrage sous-revue) est en définitive un peu plus "vieux", un peu plus "riche" et un peu plus "propriétaire" que la moyenne nationale.

Les variables habituelles des enquêtes de budgets sont donc disponibles pour une période de deux ans, les questions d'opinion ont pu être posées

plusieurs fois et les index classiques d'Ann Arbor (1) comportent deux ou trois éléments indiquant les variations d'attitudes au cours de la période considérée.

Nous indiquerons ici seulement de manière rapide les études qui font l'objet des trois premiers chapitres. L'une porte sur l'influence des attitudes essentiellement des attitudes du type optimiste-pessimiste plus ou moins inflationniste ... sur le comportement du consommateur en matière d'achats de biens durables. Les relations, qui existent pourtant, ne paraissent pas aller toujours dans un sens bien déterminé. L'autre s'intéresse aux modifications du revenu dans le long terme. Des questions ont été posées aux chefs de ménages sur les changements de revenu qu'ils escomptaient ainsi que sur ceux qui étaient intervenus récemment. Plus précisément on a même demandé quels étaient les revenus à des périodes bien antérieures (pouvant remonter jusqu'en 1928).

Enfin la troisième étude concerne les "intentions d'achat" en matière de voiture, d'aménagement du logement et d'autres biens durables. Cette variable paraît être exogène mais est assez mal corrélée avec les achats réalisés et semble plutôt tendre à une surestimation dans les prévisions.

.../...

(1) Il s'agit d'index d'attitudes basé sur l'éducation, la variation des revenus, l'évolution de la conjoncture économique, l'information économique ...

Les deux derniers chapitres : *Consumer Saving Relationships* de Kosobud et Lansing, *Saving and Spending* de Morgan sont plus intéressants pour nous.

A partir d'un modèle du type :

$$\frac{S}{y} = a_0 + a_1 x_1 + a_2 x_2 \dots + E$$

Kosobud et Lansing cherchent quelles sont les variables utiles à la détermination du taux de l'épargne. Ils obtiennent essentiellement le revenu par personne, les changements de revenu, les avoirs liquides en début de période et l'âge. Les variables quantitatives sont relatives à deux ans ; ajoutons que l'épargne est obtenue comme la donnée

- d'une différence de bilans entre 1962 et 1960
- d'un flux net en 1961 et 1962 pour les autres postes

(assurance-vie, remboursements d'hypothèque ...).

Les résultats obtenus sont assez peu significatifs dans l'ensemble, les coefficients de corrélation sont faibles. Les auteurs introduisent pour les améliorer la distinction de l'activité, en séparant les entrepreneurs individuels et les retraités, des autres ménages. Les comportements semblent très différents mais les ménages appartenant à ces deux sous-échantillons sont trop peu nombreux pour que les résultats soient valables. Signalons enfin que des modèles du même type sont ajustés pour l'épargne contractuelle et l'épargne volontaire.

Le dernier chapitre tend à faire une synthèse en reliant les décisions d'épargne et de dépense aux différentes variables précédemment étudiées

(variables qualitatives, revenu, âge ...).

La variable dépendante utilisée est le montant de la dépense de biens durables. Les variables explicatives mis à part le revenu sont essentiellement une combinaison du statut d'occupation et des actifs en début de période (une étude des variables à retenir et de leur importance relative précède la description du modèle). D'autres variables qualitatives sont ensuite introduites et leur effet est mesuré par la différence entre la moyenne de l'échantillon total et du sous-échantillon considéré.

Le facteur le plus important est évidemment le revenu, le modèle ne paraît pas extrêmement satisfaisant en fin de compte. L'auteur indique comme conclusion essentielle que le comportement en matière de biens durables s'apparente plus à un comportement d'épargne que de consommation.

Il nous semble que l'agrégation simple des données dans le temps telle qu'elle a été pratiquée dans cette étude élimine en fait une partie de l'intérêt du panel. Une autre méthode d'analyse plus décomposée devrait être utilisée.

Peu d'intérêt a été accordé, en somme, aux variations quantitatives des variables d'une année à l'autre ; les auteurs eux-mêmes, ne pensent pas avoir amélioré beaucoup les résultats sur le plan d'une explication dynamique des comportements.

L'HYPOTHESE DU "CYCLE DE VIE" :
ESSAIS SUR DONNEES AGREGES ET TESTS

A. ANDO et F. MODIGLIANI
in American Economic Review
Mars 1963 - pp. 59 à 85

MODIGLIANI et BRUMBERG ont développé une théorie des dépenses de consommation des ménages basée sur des considérations reliant le cycle de vie et les besoins de consommation des ménages. Cette théorie a été plusieurs fois testée à partir de données d'enquêtes.

Dans cet article, les auteurs veulent appliquer cette théorie à des séries temporelles.

I - THEORIE D'UNE FONCTION DE CONSOMMATION GLOBALE :

Le modèle théorique employé part de la fonction d'utilité du ménage : un ménage cherche à maximiser sa consommation, en tenant compte de ses ressources actuelles et à venir. Le résultat de cette maximisation est que la consommation courante d'un ménage peut être exprimée comme une fonction de ses ressources et du taux de rendement du capital avec des paramètres mettant en jeu l'âge du chef de ménage. Les fonctions individuelles ainsi obtenues sont alors agrégées pour arriver à une fonction globale de consommation.

a) les hypothèses sous jacentes à cette forme de fonction sont :

. La fonction d'utilité est homogène à différents moments du temps c'est-à-dire que si un ménage reçoit un dollar additionnel, il le consacrerà à sa consommation dans la même proportion qu'il y consacrait ses ressources totales avant de recevoir ce supplément.

. Le ménage n'espère pas recevoir un héritage, ni ne désire renoncer à un héritage.

Cela veut dire que dans une année t , la consommation totale d'une personne d'âge T sera proportionnelle à la valeur présente de ses ressources totales actuelles et à venir

$$C_t^T = \Omega_t^T V_t^T$$

où Ω_t^T = facteur de proportionnalité dépendant de la forme de la fonction d'utilité, du taux de rendement de la fortune et de l'âge de la personne ;

V_t^T = ressources totales.

En développant cette fonction et en y introduisant de nouvelles variables, puis en agrégeant pour tous les groupes d'âge, on aboutit à l'équation globale suivante :

$$C^t = \alpha_1 Y_t + \alpha_2 Y_t^e + \alpha_3 A_t - i$$

Y_t = revenu du travail courant ;

Y_t^e = Revenu du travail attendu au cours des années restant à travailler ;

A_{t-i} = Richesse nette accumulée dans les années antérieures.

On suppose ici que : pour chaque groupe d'âge les paramètres de l'équation sont constants ;

la structure par âge de la population ne change pas ;

La distribution du revenu, de la richesse nette et du revenu attendu est constante dans le temps pour chaque groupe d'âge.

. Le consommateur, à chaque stade de la vie, prévoit de consommer toutes ses ressources sur ce qu'il lui reste à vivre.

. Le taux de rendement des fortunes est constant et supposé rester constant.

. Chaque groupe d'âge, à l'intérieur d'une même classe de salaire, a le même revenu pour l'année t .

b) Estimation a priori des coefficients de la fonction de consommation agrégée :

Selon ces hypothèses et si le revenu réel agrégé suit un trend de croissance exponentiel, les conditions suffisantes de la constance dans le temps des paramètres de la dernière équation sont remplies. La valeur de ces paramètres dépend seulement du taux de rendement du capital et du taux de croissance du revenu global (qui dépend de l'augmentation de la population et du taux d'accroissement de la productivité).

Le tableau ci-dessous donne un exemple numérique des coefficients calculés par les auteurs, selon les hypothèses admises plus haut.

Rendement du capital (en %)	0	0	0	3	5	5	5
Taux annuel d'augmentation du revenu agrégé (en %)	0	3	4	0	0	3	4
$\alpha_1 + \alpha_2$ (Revenu)	0,61	0,64	-	0,69	0,73	-	-
α_3 (Richesse)	0,08	0,07	0,07	0,11	0,13	0,12	0,12

c) Mesure du revenu attendu :

Les auteurs calculent deux revenus attendus :

le revenu des actifs

le revenu des chômeurs et inactifs

$$Y_t^e = \beta_1 \frac{Y_t}{E_t} = \frac{\text{Revenu actuel}}{\text{Nbre de travailleurs}} \quad \text{où} \quad \beta_1 \neq 1$$

$$Y_t^{\text{en}} = \beta_2 \frac{Y_t}{E_t} \quad \text{où} \quad \beta_2 < 1$$

(Y_t^{en} : revenu attendu par non travailleur)

La première équation générale est donc :

$$Y_t^e = (\beta_1 - \beta_2) Y_t + \beta_2 \frac{L_t}{E_t} Y_t$$

.../...

où $\frac{L_t}{E_t} = \frac{\text{Potentiel de travail}}{\text{Nbre de travailleurs}}$ et $Y_t^e = \text{revenu agrégé attendu.}$

L'équation de consommation devient alors :

$$C_t = \alpha_1 Y_t + \alpha_2' \frac{L_t}{E_t} Y_t + \alpha_3 A_{t-1}$$

$$\text{où } \alpha_1' = \alpha_1 + \alpha_2 (\beta_1 - \beta_2)$$

$$\alpha_2' = \alpha_2 \beta_2$$

II - VERIFICATION EMPIRIQUE ET ESTIMATION :

ANDO et MODIGLIANI testent leur modèle sur les données américaines de 1929 à 1959, en excluant les années de guerre 1941 - 1946.

Ils emploient plusieurs procédures différentes selon leur connaissance du modèle et la nature des données avec les biais qu'elles risquent de comporter.

3 sortes de calculs ont été faits :

- régression avec les variables utilisées dans leur forme originale. On a donc un trend à long terme.
- régression dans laquelle les variables sont utilisées sous une forme de différences premières — Trend à court terme.
- régression dans laquelle les variables sont utilisées sous la forme de taux de revenu du travail.

Les conclusions de ces calculs sont :

- avec la première régression, la consommation est d'abord liée au revenu, puis à la fortune. L'introduction de $Y \frac{L}{E}$ n'améliore rien.
- avec la deuxième régression, la consommation est moins liée au revenu et un peu plus liée à la fortune ... sans que le sens en soit changé.

Ceci revient à dire que la consommation est plus stable que le revenu : le modèle montre cela, en notant que la fortune nette et les revenus attendus sont plus stables que le revenu courant à court terme.

- Les essais soulignent aussi l'importance de la richesse nette comme un facteur de la consommation à long terme.

Les estimations auxquelles ces calculs ont abouti varient :

- . la propension marginale à consommer par rapport au revenu varie, à long terme ($\alpha_1 + \alpha_2$), entre 0,58 et 0,87.
- . la propension marginale à consommer à court terme (α_1 seulement) par rapport au revenu varie entre 0,39 et 0,60.

Les auteurs donnent les résultats de leurs calculs pour les années 1900 - 1959 :

a) Le long terme

$$C = 0,75 Y + 0,042 A \quad R^2 = 0,998$$

$$(\alpha_1 + \alpha_2) (\alpha_3)$$

.../...

b) Le court terme

$$C = 0,52 \Delta Y + 0,072 \Delta A \quad R^2 = 0,929$$

(1)

III - QUELQUES COMPARAISONS ET APPLICATIONS :

a) Liens avec les fonctions de consommation keynesiennes

La fonction de KEYNES peut s'écrire : $C = a_1 Y_1 + a_2 Y_2 + b$

où Y_1 = revenu du travail

Y_2 = revenu de la propriété.

En reprenant l'hypothèse discutée plus haut, on voit que les deux équations sont proches (la différence résidant dans le terme constant et dans la variable A, actif net).

On a donc pour le court terme :

- Fonction de KEYNES = $\Delta C = a_1 \Delta Y_1 + a_2 \Delta Y_2$,

ce qui donne avec les données nationales $\Delta C = 0,93 Y_1 + 0,07 Y_2$

$$R^2 = 0,86$$

- Fonction MODIGLIANI et BRUMBERG : $C = (\simeq 1) \Delta Y + \simeq 3 \Delta A$,

ce qui donne $\Delta C = 0,52 \Delta Y + 0,072 \Delta A \quad R^2 = 0,929$

Ces deux modèles montrent que la richesse affecte la consommation un peu à travers les flux monétaires qu'elle provoque et beaucoup plus travers sa valeur marchande (cette dernière ayant une valeur beaucoup plus importante).

b) Variations cycliques et trend à long terme du taux de consommation/
Revenu.

La fonction proposée tient compte à la fois de la stabilité à long terme du taux de consommation par rapport au revenu et de sa variabilité cyclique. Le modèle proposé plus haut veut dire que si le revenu fluctue autour d'un trend exponentiel, le taux de consommation variera autour d'une constante.

°
° °

Enfin le modèle proposé ici donne un comportement de consommation et d'épargne qui est très proche de celui impliqué par le modèle DUESENBERRY, dans lequel la consommation est exprimée en tant que fonction du revenu courant et du plus haut niveau de revenu prévu dans l'avenir. Si on considère ce plus haut niveau de revenu prévu comme un indicateur de la fortune nette, alors les deux fonctions sont pratiquement semblables.

Le modèle discuté dans ce papier a en plus l'avantage que les hypothèses, sur lesquelles il se fonde, sont explicitement établies comme des spécifications de la fonction d'utilité du consommateur.

B. de BAGNEAUX

ETUDES SUR LA COMPOSITION DES PORTEFEUILLES

I - A CASE STUDY IN MATHEMATICAL PROGRAMMING OF PORTFOLIO SELECTIONS

N - R - PAINE

in Applied Statistics N°1 - 1966 (Série C)

Royal Statistical Society - London

L'auteur utilise l'espérance de rendement (E) d'un portefeuille et la variance (V) de ce rendement, calculés à partir d'une série temporelle. Un portefeuille est plus efficace qu'un autre si, à variance égale, E est plus élevé, ou bien si, à rendement égal, V est plus faible. Ayant une liste de 40 valeurs importantes, on pourra déterminer des combinaisons d'un petit nombre de ces valeurs, chaque valeur i ayant un poids X_i par rapport au total du portefeuille $\sum x = 1$, telles que ces combinaisons forment des portefeuilles efficaces.

Le rendement d'une valeur (i) entrant dans un portefeuille est r_i :

$$r_i = a_i + b_i I + u_i$$

a_i est une constante attachée à la valeur i . I est un indice d'évolution de l'ensemble de la Bourse. b_i est le coefficient de régression de r_i sur I et u_i un résidu.

La définition du rendement r_i est délicate : il s'agit du rapport des dividendes, et éventuellement des droits et plus value ... à une valeur moyenne du titre de l'année précédente.

Les données utilisées concernent 40 valeurs américaines importantes dans lesquelles le "Founders Mutual Found" place l'argent de ses déposants : le fond s'en porte garant et verse les intérêts.

Des calculs ont été faits pour le rendement de ces valeurs entre 1946 et 1959, l'auteur ayant testé si les paramètres portant sur la période 1946-1954 restaient valables entre 1955 et 1959 ; les calculs sont assez simples car il n'y a pas de covariance à calculer.

L'intérêt de ce genre de calculs - de E et V pour chaque portefeuille - est d'indiquer le risque probable \sqrt{V} correspondant à un rendement E, et d'éclairer le choix d'un portefeuille ; on observe que la variance ou le risque augmente beaucoup plus rapidement que le rendement : à une extrémité sont les placements sûrs mais rapportant peu, à l'autre ceux qui peuvent avoir un rendement très élevé avec un risque très élevé aussi.

.../...

II - PORTFOLIO SELECTION IN "THE THEORY OF INTEREST RATES"

TOBIN

in Proceedings of A Conference held by the
International Economic Association -

Mac Millan and Co Ltd. London - 1965.

TOBIN présente des idées analogues, avec cependant une conception différente de la variance ou du risque : on donnera a priori une certaine probabilité à chaque rendement.

par exemple :	E = 0,01	Probabilité 1/3
	0,05	1/3
	0,10	1/3

d'où $E = 0,05$ $\sqrt{V} = 0,037$

TOBIN distingue le cas où le rendement est certain et celui où il ne l'est pas. S'il y a certitude le choix est simple ... S'il y a incertitude les choses deviennent compliquées l'auteur n'apportant pas de solution générale car le choix du portefeuille peut dépendre de la considération de divers facteurs : ressources sûres autres que celles devant provenir du placement, impossibilité de vendre un titre avant telle date, coût des changements de portefeuilles, but recherchés : vacances, études, retraite.

TOBIN introduit l'utilité U fonction de E et de \sqrt{V} (espérance et variance ou risque) ; l'individu pourra se fixer une utilité, qu'il pourra rendre maximum, et choisir ses risques ...

H. FAURE

LA PROPENSION MARGINALE A EPARGNER :
QUELQUES CONCEPTS ET LEUR APPLICATION
A DES DONNEES INTERNATIONALES .

IRWIN FRIEND et PAUL TAUBMAN

in the Review of Economics and Statistics

Boston - Mai 1966 - pp. 113 à 123

Cet article a deux objectifs :

- Présenter tout d'abord quelques techniques nouvelles pour déterminer la propension à épargner (ou à consommer).
- Puis appliquer ces techniques à des séries temporelles existantes sur l'épargne des ménages dans différents pays.

1 - LES CONCEPTS :

Les auteurs de cet article se proposent d'indiquer une méthode qui puisse être facilement utilisée, cette méthode consistant en l'adjonction à la fonction courante d'épargne, d'une variable telle que l'actif net initial, variable pour laquelle les données nécessaires manquent souvent.

L'hypothèse de départ est que les ménages désirent un patrimoine et non une épargne, que ce patrimoine désiré dépend du revenu normal et

.../...

que le montant de la différence entre actif initial et actif désiré, qui peut exister à un moment donné, dépend de la longueur de la période envisagée.

a) A un moment donné, l'actif désiré est relié au revenu "normal". La fortune est désirée pour de nombreuses raisons (protection ...) et le temps pour acquérir le bien désiré dépend du but que l'on assigne à ce bien. Mais la considération des objectifs d'épargne ne permet pas de décrire la relation fonctionnelle précise existant entre actif désiré et revenu normal.

L'introduction de gains en capital est nécessaire pour éviter de biaiser le coefficient de la fortune.

- Lorsqu'on prend en compte le revenu transitoire Y_t , on obtient une équation plus complète.

Les auteurs pensent que les gains en capital sont une variable explicative dans les modèles d'épargne. Pour pouvoir les mesurer, ils font l'hypothèse que les gains en capital sont prévus, donc leur valeur moyenne peut être comprise et incorporée dans le revenu normal alors que les oscillations positives ou négatives de ces gains autour de la valeur moyenne sont à ajouter au revenu transitoire.

- Pour ces deux modèles, les données sur le patrimoine sont aussi importantes que celles sur le revenu. Mais l'information sur le patrimoine n'existe pas dans les séries temporelles d'épargne et en particulier si celles-ci sont internationales.

Pour estimer l'effet du patrimoine, les auteurs proposent alors la

.../...

méthode suivante : Si l'épargne d'une année S_t est la variation du patrimoine de cette année, et l'épargne de l'année précédente S_{t-1} la variation du patrimoine de l'année précédente, alors S_t est une fonction de la variation du patrimoine de l'année précédente. Parce qu'ils connaissent S_{t-1} , ils peuvent alors estimer le coefficient du patrimoine. Quoiqu'il en soit, lorsqu'il y a des gains en capital, l'estimation sera biaisée.

- Un autre problème surgit qui est celui des goûts des ménages, qui affectent la constitution d'un actif, donc l'épargne. Pour les auteurs, les goûts se trouvent dans le résidu qu'il faut donc réduire le plus possible. Ils ajoutent au modèle une dernière variable explicative qui est le taux d'épargne par rapport au revenu normal.

Finalement, les deux régressions adoptées sont :

- une équation de "niveau"

$$S = a + b Y_N + c Y_T + d \frac{S(t-1)}{Y_N(t-1)}$$

. Y_N = Revenu normal

. Y_T = Revenu Transitoire

. $\frac{S(t-1)}{Y_N(t-1)}$ = taux d'S par rapport au revenu normal.

- une équation sur les "variations"

$$S = a + b \Delta Y_N + c \Delta Y_T + d \frac{S(t-1)}{Y_N(t-1)}$$

Cette seconde équation tient compte des effets de déséquilibre que peut jouer le patrimoine, quoique ces effets soient négligeables.

.../...

2 - RESULTATS EMPIRIQUES

Pour 22 pays, les auteurs utilisèrent des données annuelles sur l'épargne des ménages et leur revenu disponible.

Ces données sont exprimées par personne, en dollars 1955 et portent sur les années 1953 - 1960. Elles figurent principalement sur l'annuaire statistique du Bureau de Statistiques de l'O.N.U. L'épargne exclut les biens durables.

Ces 22 pays sont : Australie, Canada, U.S.A., Nouvelle Zélande, Autriche, Belgique, France, Irlande, Luxembourg, Pays-Bas, Brésil, Colombie, Costa Rica, Equateur, Honduras, Panama, Pérou, Congo, Ghana, Rhodésie, Malte, Japon.

Les résultats sont : Equations de niveau (94 observations)

	R2	a Y N	a Y T
$S_t = 8,2 + 0,68 Y_t$	0,61	-	0,68
$S_t = 7,8 + 0,41 Y_t - 0,35 X_t$	0,62	0,06	0,41
$S_t = 10,6 + 0,36 Y_t - 0,299 X_t + 3,70 Z_t$	0,81	0,06	0,36
$S_t = 17,8 + 0,15(Y - \bar{Y}) + 2,06 \Delta Y + 2,89 Z_t$	0,70	-	0,15

Y_t = revenu disponible à année t

$$X_t = \text{revenu normal calculé sur base} = \frac{Y_t + Y_{t-1} + Y_{t-2}}{3}$$

$$Z_t = \text{Taux épargne / revenu antérieur} = \frac{S_{t-1} + S_{t-2} + S_{t-3}}{Y_{t-1} + Y_{t-2} + Y_{t-3}}$$

\tilde{Y} = valeur du revenu disponible à année t calculée par pays à partir de l'équation $Y_t = a + b \text{ temps}$. C'est un trend du revenu normal.

$a Y_N = a Y_t + a X_t$ c'est-à-dire propension marginale à épargner avec le revenu normal.

$a Y_T = a Y_t$ c'est-à-dire propension marginale à épargner avec le revenu transitoire.

Plus le poids donné au revenu courant dans le revenu normal est important, plus l'effet du revenu transitoire croît.

HCUTHAKKER, qui avait fait des calculs à peu près identiques à partir des mêmes données, a des résultats un peu différents, mais qui vont dans le même sens : il trouve une propension marginale à épargner par rapport au revenu courant de 0,27.

Par ailleurs FRIEND et TAUBMAN ont trouvé que le taux d'actif désiré $\frac{\text{Actif}}{\text{Revenu}}$ est de l'ordre de 2, bien supérieur à celui trouvé par HOUTHAKKER

Equations avec des variations (94 observations)

Les auteurs mesurent les changements comme suit :

. Variations d'épargne : $S_t - S_{t-3}$

.../...

. Variations du revenu : $Y_t - Y_{t-3}$ et $X_t - X_{t-3}$

Ils donnent donc :

	R2	a YN	a YT
$(S_t - S_{t-3}) = -1,7 + 0,18(Y_t - Y_{t-3})$	0,17	-	-
$(S_t - S_{t-3}) = -3,4 + 0,04(Y_t - Y_{t-3})$ $+ 0,17(X_t - X_{t-3})$	0,21	0,21	0,04
$(S_t - S_{t-3}) = 1,5 + 0,06(Y_t - Y_{t-3})$ $+ 0,32(X_t - X_{t-3}) - 0,07(A_{t-1} - A_{t-4})$	0,36	0,38	0,06
$(S_t - S_{t-3}) = 0,4 + 0,15(Y_t - Y_{t-3})$ $+ 0,28(\tilde{Y}_t - \tilde{Y}_{t-3}) - 0,10(A_{t-1} - A_{t-4})$	0,31	0,43	0,15

Ici les corrélations sont basses. L'influence de la fortune se fait sentir et est significative.

Dans la première série de régressions, l'omission du patrimoine initial sous estime les propensions par rapport au revenu normal. Dans la 2e série de régression, les coefficients par contre paraissent un peu forts. La réalité, selon les auteurs de l'article se trouve entre les deux tableaux. En multipliant les coefficients de fortune ($A_{t-1} - A_{t-4}$) par le taux désiré de patrimoine ($\Delta \tilde{Y}$), on obtient alors des propensions marginales à épargner à partir du revenu normal, qui varient de 0,15 à 0,20.

x

x

x

En conclusion FRIEND et TAUBMANN reconnaissent que les résultats auxquels ils sont arrivés ne sont pas très impressionnants mais permettent d'affirmer certaines hypothèses.

. Les régressions dites "de niveau" sont les meilleures car elles permettent de mieux dissocier les effets "transitoires" des effets "normaux". Donc la propension marginale à épargner à partir du revenu transitoire est plus élevée que celle à partir du revenu normal, bien que les différences calculées soient exagérées.

. Quand on introduit le patrimoine, celui-ci a un effet négatif sur l'épargne avec un coefficient de - 0,07 et - 0,10 et le taux d'actif désiré semble être de l'ordre de 2.

Si l'effet patrimoine est conçu comme un moyen de parvenir au niveau désiré d'épargne alors on peut multiplier le taux désiré de patrimoine par le coefficient de patrimoine et on obtient une propension marginale à épargner à partir du revenu normal bien plus importante que celle obtenue sans tenir compte du patrimoine.

FRIEND et TAUBMAN pensent que cette méthode peut servir aussi pour des données d'enquête, pour rapprocher celles-ci des données temporelles et pour faire des ajustements de manière plus adéquate.

B. de BAGNEAUX.

ENQUETES EPARGNE AUX PAYS-BAS .

Dans cette note nous parlerons de deux études qui ont été faites aux Pays-Bas, l'une pour essayer de vérifier les données d'enquête, l'autre pour estimer l'épargne totale de la population à partir d'enquêtes.

I - VERIFICATIONS DES ESTIMATIONS D'EPARGNE OBTENUES PAR ENQUETE AVEC LA COLLABORATION DES CAISSES D'EPARGNE POSTALES HOLLANDAISES (1958-1959).

Dans toute enquête qui veut obtenir des estimations extrapolables à l'ensemble de la population, deux problèmes majeurs se posent :

{ l'échantillonnage,
{ les erreurs de mesure.

Afin d'obtenir des renseignements plus précis sur ces erreurs de mesure et leurs causes, la Caisse d'Epargne Postale des Pays-Bas a fait une enquête auprès de 3 270 détenteurs de comptes d'épargne postaux, tirés au hasard parmi les possesseurs de comptes ayant plus de 10 guilders sur leurs carnets au 1.1.1958.

.../...

Ces 3 270 personnes furent interrogées sur :

- . l'état de leurs comptes en Caisse d'Epargne Postale en début et en fin d'année ;
- . l'existence d'épargne au cours de l'année étudiée, de transferts de capital, de comptes chèques et le solde de ceux-ci au début et en fin d'année ;
- . leurs caractéristiques socio démographiques, leur revenu actuel.

Les enquêtés devaient se reporter le plus possible à leurs documents. L'enquête était ponctuelle et rétrospective.

Les principaux résultats sont les suivants :

a) Déroulement de l'enquête :

- . Sur 3 270 adresses, il y a eu { 7,6 % de refus,
11,8 % de changements d'adresses, décès ...
- . Parmi ceux qui ont accepté de répondre :
 - 5,6 % ont nié avoir un compte d'épargne postale ;
 - 53,1 % ont donné le solde des comptes aux deux dates demandées.

.../...

b) Cohérence des données :

- Les comptes d'épargne de - 10 000 guilders ont été surestimés ;
- Les comptes d'épargne de 25 000 guilders ont été sousestimés.

Entre 10 et 25 000 guilders, les estimations concordèrent.

On peut donc déjà dire que l'erreur totale dépendra de la distribution des comptes et de la liaison entre l'importance de l'erreur et le niveau des comptes.

. Pour l'échantillon entier, l'erreur moyenne est une sous estimation. Celle-ci est plus importante dans le montant déclaré au moment de l'interview (début 1959) que dans celui déclaré pour l'année précédente.

Cette sous estimation moyenne est le résultat de trois facteurs :

- surestimation due à des réponses incorrectes ;
- sous estimation due à un taux élevé de refus de donner les soldes dans les comptes très élevés ;
- sous estimation due à une déclaration de non possession de comptes d'épargne de la part des titulaires de comptes.

. Quant aux variations sur les comptes d'épargne, la sous estimation est très forte : allant jusqu'à 40 % pour des montants d'épargne importants.

.../...

. En collectant toutes les données sur les comptes d'épargne postale pour tout l'échantillon, on obtient les résultats moyens suivants :

Dates	Enquête (1)	Postes (1)
montant au 1.1.1958	703	756
montant au 1.1.1959	711	845
variations en 1958	+ 8	+89
(1) - unité = guilder		

c) En conclusion, il faut noter que :

. Les questions sur l'épargne figurant dans d'autres comptes - comptes chèques - ont été mal accueillies : 1/5ème de l'échantillon seulement a répondu.

. En moyenne, les montants des comptes peu importants sont exagérés et ceux des comptes élevés sont sousestimés.

. Les refus sont beaucoup plus nombreux parmi les personnes ayant des comptes importants.

. Sur et sous estimation peuvent se compenser dans une estimation moyenne générale des montants, ce qui donne alors une sous estimation.

. Les variations des comptes sont mauvaises.

.../...

. On peut diminuer ces erreurs en stimulant la bonne volonté des enquêtés et en arrivant surtout à les faire consulter leurs documents.

. Un autre problème reste en suspens : le fait d'éliminer les comptes ayant moins de 10 guilders n'est-il pas important ? On ne connaît pas l'importance de ces comptes dans la totalité des livrets d'épargne postale.

II - ENQUETE EPARGNE AUX PAYS-BAS 1960 AUPRES DES SALARIES ET INACTIFS :

Cette enquête avait pour objectif d'estimer l'épargne totale de ces deux groupes, d'étudier les différentes formes de cette épargne et d'expliquer la formation de cette épargne (revenu, profession, âge, richesse ...).

a) Enquête pilote auprès de 700 familles.

Cette enquête devait permettre de tester le questionnaire et expérimenter la méthode d'enquête, de s'assurer de la bonne volonté des enquêtés et d'avoir des renseignements sur la sûreté des informations recueillies.

L'échantillon fut tiré à partir d'un échantillon stratifié :

30 villes furent choisies, puis le recensement de 1956 (sur l'équipement des maisons) servit de base à une sur-représentation des hauts revenus.

Les enquêteurs furent préparés spécialement et bien suivis.

.../...

Le questionnaire avait adopté les définitions de revenu, épargne, consommation, revenu du capital ... de la comptabilité nationale.

Un défaut à ce questionnaire était le manque d'informations sur les composantes du patrimoine (leur existence, leur valeur ...).

Refus : à peine 10 %, donc très bas.

Ces refus se trouvèrent surtout . parmi les travailleurs manuels ayant un revenu inférieur à 6 000 guilders (taux 14 %),
. parmi les inactifs avec des revenus supérieurs à 6 000 guilders (taux de 26 %).

Conclusion :

D'un point de vue méthodologique, le questionnaire se révéla bon dans son ensemble, les enquêteurs furent bien choisis et formés et cette enquête a donné des critères valables de sélection et de formation.

Afin de vérifier la sûreté des estimations, les responsables de l'enquête ont tenté une estimation de l'épargne totale de ces groupes au plan national :

L'épargne des ménages en 1958 calculée comme un résidu par la Comptabilité Nationale était de 2 970 millions de guilders. Dans l'enquête

.../...

on trouve :

{ 1 320 millions de guilders pour les salariés ;
{ 330 millions de guilders pour les retraités ;
{ 14 millions de guilders pour les autres inactifs.

Par ailleurs, dans l'enquête des observations aberrantes ont été relevées.

b) Enquête nationale 1961 :

L'échantillon fut tiré à deux degrés d'après le recensement de 1960.

1er degré : choix de municipalités proportionnellement à leur taille ;

2ème degré : population stratifiée en fonction du revenu.

3 500 ménages furent interrogés, et le taux de refus peu élevé.

Les principaux résultats obtenus ont été :

. en 1960, les ménages de salariés et inactifs qui constituent 59 % des ménages, forment 50 % de l'épargne des ménages de la Comptabilité Nationale. L'épargne définie est celle des comptes nationaux, c'est-à-dire qu'elle comprend les primes d'assurance vie et non les Biens Durables.

.../...

. les taux d'épargne par rapport au revenu sont par tranches de revenus :

{ revenus annuels inférieurs à 6 000 guilders : 5 %
{ revenus compris entre 6 000 et 12 000 guilders : 12 %
{ pour les deux groupes de revenus suivants : 19 % et 25 %.

42 % des salariés ont des revenus inférieurs à 6 000 guilders.

. La dépense en Biens Durables a été étudiée et exprimée en pourcentage du revenu disponible. La stabilité de ce pourcentage, quel que soit le revenu, est frappante : elle est autour de 9 % .

B. de BAGNEAUX

L'INFLUENCE SUR LE VOLUME ET LA COMPOSITION
DE L'ÉPARGNE DES POLITIQUES MONÉTAIRES

IRWIN FRIEND

in Impacts of Monetary Policy
A Series of Research Studies prepared for the Commission on Money and Credit

Prentice Hall Inc. 1963
Englewood cliffs Nj pp. 649 à 688

L'influence de la politique monétaire sur l'épargne par l'intermédiaire des taux d'intérêt, taux de liquidité, etc ... peut être étudiée de deux façons :

- . soit en analysant les liaisons entre les variables financières et les propensions à épargner des différents secteurs de l'économie ;
- . soit en analysant les liaisons entre les variables financières et la demande d'épargne (c'est-à-dire la propension à investir).

Friend choisit de se placer dans la première orientation, et, après

.../...

avoir rappelé certains éléments des théories sur la formation de l'épargne, examine les liens entre variables financières et épargne.

I - FORMATION DE L'EPARGNE :

L'épargne est définie ici comme les variations de patrimoine net d'endettement.

Friend fait le tour de l'état général des connaissances actuelles en matière d'épargne : l'épargne dépend du revenu, du taux d'intérêt, de la richesse nette et des goûts des ménages.

- Le revenu est la principale variable explicative
- Revenus passés et attendus ont une influence sur l'épargne courante ;
- Si on exclut les biens durables de l'épargne, celle-ci est influencée de façon négative par le niveau net de la richesse, en particulier des avoirs liquides ;
- Le taux d'intérêt est plus discuté.

La base de ces théories se trouve dans les motivations d'épargne des ménages qui sont multiples, d'ordre économique et d'ordre non économique (goûts, attitudes vis-à-vis de la consommation et de l'épargne ...).

.../...

En étendant ces considérations d'ordre individuel à la nation toute entière, on aboutit à deux conclusions :

- la liaison épargne-revenu et autres variables dans un pays dépend non seulement des relations caractérisant les différents groupes de ménages, mais aussi de la distribution ou de l'importance relative de ces groupes dans la population de la nation étudiée ;

- les mesures prises pour augmenter la propension à épargner d'un groupe économique peuvent, en certaines circonstances, faire baisser les revenus et donc l'épargne (par exemple : si l'offre d'épargne devient plus forte que la demande d'investissement).

Puis Friend fait le point des résultats obtenus par divers chercheurs, et déclare que les composantes de l'épargne n'ont pas encore été étudiées de façon satisfaisante, du moins en ce qui concerne leurs liens avec les variables non financières et même leurs liens entre elles. Quant à la liaison épargne totale et variables non financières, elle donne des estimations différentes selon les modèles employés et les variables prises en compte.

.../...

II - LES DETERMINANTS FINANCIERS DE L'EPARGNE :

Au niveau micro-économique, Friend pense que l'on peut s'attendre à ce que l'épargne d'un ménage soit liée positivement, mais non de manière étroite, au taux d'intérêt, à condition que celui-ci connaisse un accroissement important.

Pour une entreprise moyenne, Friend s'attend à ce que cette liaison soit positive, quoique la hausse trop forte du taux d'intérêt risque d'avoir un effet inverse et de décourager les investissements.

Pour l'Etat, le taux d'intérêt a peu d'importance. A ce niveau, Friend ne se place pas sur le plan de la théorie mais sur celui des observations qu'il a pu faire. Or aucune étude n'est arrivée à mettre en évidence une liaison sûre épargne-taux d'intérêt.

Au niveau macro économique : l'effet du taux d'intérêt sur la distribution des revenus, en modifiant celle-ci, n'est pas net. Il l'est donc encore moins sur l'épargne globale.

Quant aux autres variables financières, telles que les prix et les avoirs financiers, on ne sait pas grand chose. Simplement les prix élevés paraissent encourager l'épargne, et la valeur des avoirs financiers est corrélée inverse-

.../...

ment avec la propension à épargner à un niveau de revenu donné.

En conclusion, Friend reconnaît que les variables financières influencent l'épargne dans une faible mesure. Le taux d'intérêt semble avoir plus d'effet sur les plans d'investissements que sur ceux d'épargne ; son importance est aussi plus grande sur les composantes de l'épargne que sur l'épargne totale ; la sommation des composantes de l'épargne en une épargne globale aurait ainsi pour effet de masquer l'effet du taux de l'intérêt sur le comportement de l'épargnant.

B. de BAGNEAUX

Résumé de quelques articles parus dans
un ouvrage collectif

"THE FLOW OF FUNDS APPROACH TO SOCIAL ACCOUNTING"

Studies of Income and Wealth Vol. 26
Princeton University Press - Princeton - 1962

I - LES ENTREPRISES INDIVIDUELLES ET ANONYMES EN TANT QUE
SOURCES D'INFORMATION POUR LES COMPTES NATIONAUX.

Daniel H. BRILL

pp. 315 à 335

Dans cet article D. BRILL expose les difficultés auxquelles il se heurte, quand il veut faire la collecte de données financières précises auprès des entreprises.

Les principales difficultés sont :

- . le grand nombre d'entrepreneurs individuels,
- . le grand nombre d'entreprises de taille et de trends de croissance différents,

.../...

- . la petite taille en moyenne des entreprises,
- . la définition même de l'unité économique à mesurer, lorsqu'on aborde les entrepreneurs individuels.

Pour D. BRILL c'est la taille de l'entreprise, plus que son statut juridique, qui est un facteur important.

Puis l'auteur passe en revue les données existantes : il existe un grand nombre de données, mais elles sont incomplètes principalement en ce qui concerne les revenus des entrepreneurs, les salaires réellement versés ... Il y a aussi très peu de renseignements concernant les transactions financières : on ne dispose que de 2 sources de données qui ne sont pas représentatives . bilans et comptes déposés auprès des organismes de prêts par les entreprises qui veulent emprunter,

- . tableaux publiés par les experts comptables.

D. BRILL fait ensuite des tentatives nouvelles, en particulier "d'enquêtes pilotes" exécutées auprès de toutes les formes d'entreprises afin de connaître la meilleure méthode d'aborder ces questions et de collecter l'information. Les résultats de ces enquêtes furent satisfaisants dans la mesure où le taux de réponses était correct, mais le problème fut d'obtenir des informations financières suffisantes.

M. BRILL pense qu'il est possible d'améliorer les questions et de motiver plus les enquêtés à répondre, mais certaines données doivent être consi-

dérées avec précaution (questions mal comprises ...). De plus l'extrapolation au plan national est difficile, car le taux de refus est plus élevé dans les petites entreprises.

II - LES ENQUETES AUPRES DES MENAGES COMME SOURCE D'INFORMATION POUR LES COMPTES NATIONAUX.

ARTHUR BROIDA .

pp. 335 à 383

Les enquêtes auprès des ménages peuvent être une source de données pour les comptes nationaux, dans la mesure où elles permettent de distribuer les variables parmi les sous-groupes de la population (ex. revenu, épargne, emprunts, patrimoine financier) et où elles distribuent les ménages selon les variables étudiées.

Les enquêtes permettent d'expliquer les données agrégées et la diversité des situations et expériences. Elles éclairent aussi le comportement des entrepreneurs individuels. Mais, il y a des différences entre les données d'enquête et les données agrégées ... et ces différences proviennent des erreurs d'enquête.

Tout au long de son article, BROIDA analyse donc et détaille les sources de ces erreurs :

a) Les sources d'erreurs dans les enquêtes :

BROIDA distingue 3 sources d'erreurs principales qui sont :
les erreurs d'échantillonnage,

les erreurs dues au non contact,
les erreurs dues à la possibilité et à la volonté des enquêtés de
coopérer.

Ces erreurs risquent d'être plus fréquentes chez les ménages que chez
les entreprises.

b) Un exemple d'erreurs et son implication dans les distributions :
non réponses.

Ces non réponses peuvent avoir 4 effets :

- les erreurs sont aléatoires : en ce cas, la droite d'ajustement
et la moyenne ne sont pas biaisées. Seules les variances sont
différentes.
- les erreurs sont en liaison avec les faits c'est-à-dire les bas
revenus sont sur représentés et les hauts revenus sous repré-
sentés : la distribution est donc mauvaise.
- les erreurs sont toujours des sous estimations à tous les niveaux
du montant réel. La distribution est déplacée et la moyenne sous
estimée.
- les erreurs viennent du fait que la sous estimation est plus
importante chez ceux qui possèdent un grand nombre de choses
et sont intéressants à étudier. La moyenne est trop basse, la
distribution faussée.

On voit donc qu'il s'agit là d'un problème très complexe.

c) Erreurs dans l'enquête de 1956 .

Il s'agit d'une enquête effectuée par le Federal Reserve Board sur les achats de voitures neuves. On a interrogé les acheteurs, les banques prêteuses et les organismes prêteurs individuels ... Les recoupements étaient donc possibles sur 4 variables : prix de l'automobile, montant prêté ou emprunté, montant payé et montant des traites mensuelles.

Effets de non réponse : taux élevé 28 % (principalement à cause des dé-ménagements) .

Pour les 4 variables indiquées ci-dessus, ceux qui refusent de répondre se trouvent aux deux extrémités de la droite et non au milieu.

Effets des erreurs dans les réponses :

On constate que les réponses sont toutes les mêmes en ce qui concerne les traites mensuelles, mais différent en ce qui concerne les 3 autres variables.

D'une façon générale, les acheteurs de voitures peu chères ont donné des valeurs supérieures à celles indiquées par les vendeurs ; et à l'inverse des acheteurs de voitures très chères ont eu tendance à sous estimer le prix de leurs autos.

Enfin, BROIDA conclut en disant que la sous estimation des données est due en premier lieu aux non réponses, puis aux erreurs dans les réponses.

III - PERSPECTIVES POUR LES ENQUETES AUPRES DES MENAGES EN VUE VUE D'ETABLIR DES COMPTES NATIONAUX.

ROBERT FERBER

FERBER reprend de façon plus systématique et méthodologique la description des principales sources d'erreurs déjà notées par BROIDA, puis il propose divers chemins d'action pour venir à bout de ces erreurs.

Pour FERBER, deux types d'erreurs doivent être particulièrement étudiés si l'on veut aboutir, à partir des enquêtes, à des agrégats : ce sont les erreurs dues aux non contacts et celles dues à la volonté ou possibilité de coopérer de la part des enquêtés. Les erreurs d'achantillonnage sont les moins importantes.

Le "Consumer Savings Project" a étudié de très près ces erreurs et dans cet article, le professeur FERBER donne les principales conclusions auxquelles lui et son équipe sont arrivés.

- L'importance relative des différentes erreurs dans les enquêtes varie avec la sensibilisation de l'enquêté envers le type d'informations qu'on lui demande. Cette sensibilité le fait répugner à consulter ses dossiers : d'où chiffres inexacts, erreurs de mémoire, ...

. Pour les dettes et les biens auxquels les ménages sont relativement insensibles, les erreurs proviennent de l'ignorance des enquêtés ou de leur non compréhension des questions.

. Pour les biens auxquels les ménages sont sensibilisés les causes

.../...

d'erreurs sont les refus de répondre ou les réponses délibérément faussées

. Les refus sont plus nombreux chez les ménages plus riches que la moyenne des enquêtés ayant accepté de répondre.

- L'importance relative des erreurs varie avec la forme sous laquelle les informations sont demandées ; en général les variations sont mieux données que les niveaux.

- L'importance relative des erreurs est influencée par l'interaction entre enquêteur et enquêté.

FERBER propose alors quelques pistes pour améliorer ces données :

- en motivant les enquêtés à répondre : les persuader de répondre (assurer l'anonymat, faire connaître l'enquête...),
les persuader de consulter leurs documents.

- en cherchant des stimulants à la coopération des enquêtés : faire des cadeaux ...

14 SEP. 1970

Lex - n^o. 1

