

Les pratiques d'épargne en Europe

Didier Davydoff (directeur) et Laetitia Gabaut
Observatoire de l'Épargne Européenne

Selon les données rassemblées par l'OCDE, le taux d'épargne net des ménages a été, en 2013, de 10% en Allemagne et en Belgique, de 4,5% aux États-Unis.

Pour Roland Benedikter, l'origine de la différence entre les États-Unis et l'Europe, serait culturelle: l'Europe serait une «civilisation du passé» où l'on travaillerait d'abord, pour accumuler de quoi acheter ensuite. Aux États-Unis, on achèterait d'abord, selon les moyens dont on disposera plus tard, et l'endettement refléterait l'inclination des Américains à parier sur l'avenir.¹

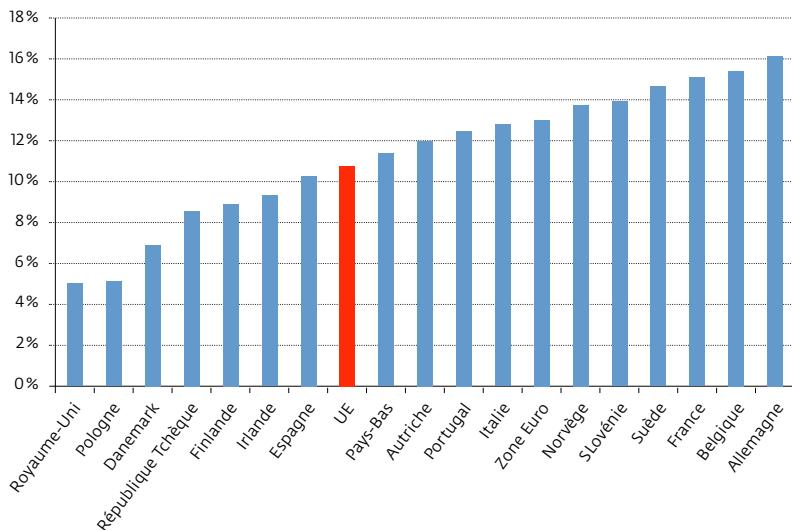
Sans nécessairement nous opposer à ce cadre général, nous voudrions ici analyser selon quelles modalités ces principes généraux trouvent à s'appliquer, en décortiquant les comportements rassemblés sous un agrégat aussi synthétique que le taux d'épargne. Certes, l'épargne est ce qui reste du revenu après la consommation. Mais où place-t-on la frontière entre investissement et consommation? Comment traite-t-on la dévalorisation du capital, notamment immobilier, que les travaux ne font souvent que compenser? L'épargne n'est-elle qu'un reliquat, ce qui reste du revenu après la consommation? Ou bien la consommation est-elle ce qui reste à consommer lorsque l'on a épargné, souvent contraint et forcé par l'obligation de rembourser des dettes antérieures ou dans le seul objectif de ne pas tomber sous le seuil de pauvreté à la retraite?

¹ Source: *Problème économiques*, n° 3087, citant un ouvrage intitulé «Sparen: Tugend oder Untergang?» publié par la Konrad-Adenauer-Stiftung, volume 58, n° 520, mai-juin 2013.

Les Européens épargnent environ 11% de leur revenu disponible brut (taux d'épargne brut, dernières données disponibles, au quatrième trimestre 2013) mais cette moyenne cache de grandes disparités entre les pays, puisqu'elle varie, par exemple, de 5% au Royaume-Uni à 16% en Allemagne.

Taux d'épargne brut des ménages européens

(en % du revenu disponible brut, quatrième trimestre 2013)



Comment expliquer de telles différences entre des pays qui ont des niveaux de développement, des modèles sociaux et des valeurs qui, certes, peuvent varier, mais qui ont plus de points communs entre eux, qu'avec les autres régions du monde?

Si l'on considère l'épargne comme le résultat d'un comportement ayant sa dynamique propre, plutôt que comme un reliquat, il est possible de l'analyser selon ses trois composantes:

Épargne = placements financiers + investissements réels - augmentation de l'endettement

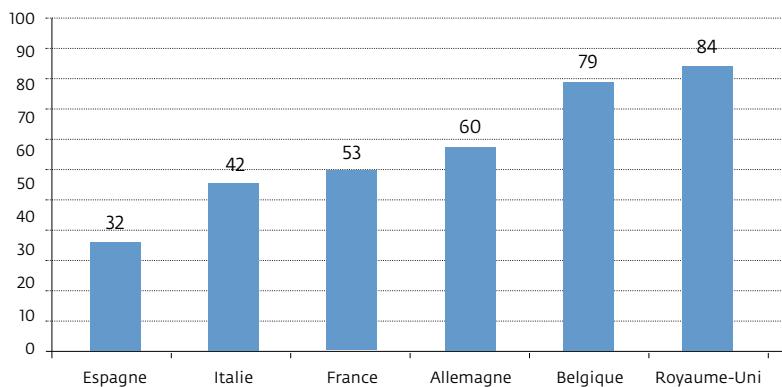
L'augmentation de l'endettement est elle-même le résultat de la souscription de nouveaux crédits, diminuée des remboursements et des effacements de dette.

Nous centrerons l'analyse de ces composantes sur six pays européens : l'Allemagne, la Belgique, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

Les placements financiers

Le patrimoine financier, dont l'importance résulte des efforts d'épargne antérieurs et des effets de valorisation, varie de 32 000 euros par habitant en Espagne à 84 000 en Belgique.²

Patrimoine financier par habitant (en milliers d'euros, à fin 2013)



2 Pour des raisons économiques et pratiques, nous excluons de l'analyse les actions non cotées et autres participations : les titres non cotés sont en grande partie les actifs professionnels des professions indépendantes ; par ailleurs, les méthodes de valorisation utilisées par les statisticiens dans les comptes nationaux ne semblent pas homogènes d'un pays à l'autre.

La composition de ce patrimoine moyen éclaire les différences de montant global.

Les Espagnols, dont le capital financier est le plus faible des pays étudiés, sont aussi ceux dont la part des dépôts en banque est la plus importante. L'accumulation patrimoniale se porte d'abord sur des placements sûrs et, dans un deuxième temps, sur des produits financiers plus risqués, mais qui offrent normalement des rendements plus élevés. L'Italie, qui, il y a dix ans encore, épargnait nettement plus que les autres pays, conserve un patrimoine financier plus élevé, mais son taux d'épargne est maintenant inférieur à celui de l'Allemagne, de la Belgique et de la France, en raison d'une contrainte plus forte sur le revenu disponible des ménages. Et cette épargne, comme en Espagne, n'est que très minoritairement une épargne de long terme investie en assurance vie ou en produits de retraite.

À l'inverse, les droits sur les sociétés d'assurance (principalement en assurance vie) et les fonds de pension représentent 62% du patrimoine financier des Britanniques et l'importance de ce poste explique leur apparente richesse. La part des retraites préfinancées est, en effet, beaucoup plus importante au Royaume-Uni que dans les autres pays, et paradoxalement, cela constitue un facteur de faiblesse de l'épargne. Les fonds de pension britanniques sont, en effet, matures: ils distribuent aujourd'hui plus de prestations qu'ils ne reçoivent de cotisations, et, par conséquent, le flux net épargné par l'ensemble de la population est très faible.

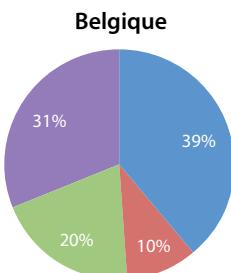
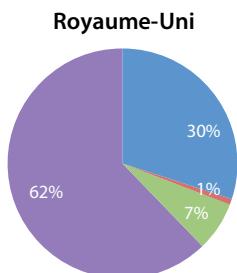
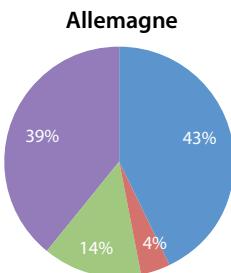
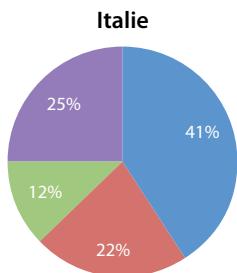
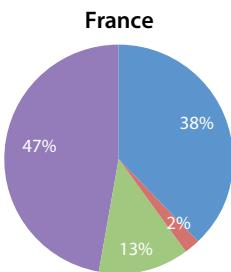
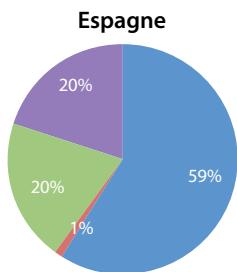
La France, la Belgique et surtout l'Allemagne sont, dans notre échantillon, les trois pays où l'épargne est en apparence la plus forte. Si l'on traduisait en termes financiers les engagements de retraite des régimes par répartition, qui sont par exemple diminués à chaque fois que l'on augmente l'âge légal de départ en retraite, on aurait sans doute une vision différente, s'opposant moins nettement au Royaume-Uni. Toujours est-il que, dans ces pays, on épargne beaucoup sans le savoir: les intérêts capitalisés sur les livrets ou les contrats d'assurance vie sont en

effet considérés comme de l'épargne en comptabilité nationale. Un particulier qui, au lieu de déposer ses économies sur un compte à terme, achèterait des obligations émises par sa banque (ce qui financièrement revient à peu près au même s'il garde ces titres jusqu'à l'échéance), recevrait le versement des intérêts sur son compte-chèques et ne serait considéré comme un épargnant que s'il décide de réinvestir ces intérêts plutôt que de les dépenser. Le raisonnement peut être étendu à la détention d'actions, sauf si la société cotée décide de mettre en réserve ses bénéfices plutôt que de les distribuer en dividendes, ainsi qu'aux OPCVM de capitalisation.

Or, des différences assez marquées apparaissent entre les pays : traditionnellement, le Trésor italien a choisi de placer sa dette auprès de ses citoyens, et même si les obligations bancaires ou d'entreprise ont maintenant largement pris le relais, les Italiens restent, devant les Belges, les plus gros détenteurs d'obligations. À l'inverse, la détention d'obligations est devenue confidentielle en France, comme au Royaume-Uni – deux pays dont la dette publique est placée quasi exclusivement auprès d'investisseurs institutionnels.

Enfin, signalons que les titres d'OPCVM et les actions ont enregistré un reflux dans la plupart des pays depuis la crise financière. Cependant, la Belgique fait exception, avec des portefeuilles de titres (actions + obligations + OPCVM) représentant près du tiers du patrimoine moyen, contribuant pour une large part à placer la Belgique, avec le Luxembourg, en tête des pays où les particuliers sont globalement les plus riches.

Composition du patrimoine financier des ménages à fin 2013



- Numéraire et dépôts
- Titres et créance
- Actions et titres d'O.P.C.V.M
- Assurance et fonds de pension

La dette

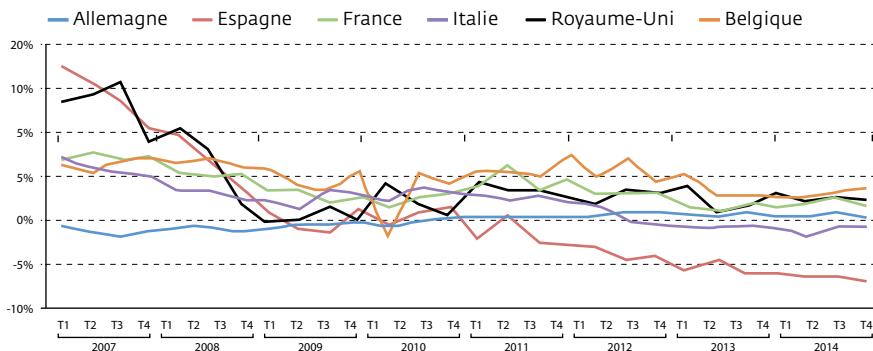
Le taux de recours au crédit rapporte la variation de l'encours d'endettement au revenu disponible brut des ménages. Les différences de taux d'épargne entre les pays sont très fortement corrélées aux comportements de recours au crédit. En Espagne et au Royaume-Uni, la crise financière a, dès 2007, été à l'origine d'une profonde césure. La croissance avait été financée dans une grande mesure à crédit dans ces deux pays. Les remboursements, largement prédéterminés, sont restés sur la tendance antérieure, alors que la production de nouveaux crédits s'est effondrée après l'éclatement de la crise financière.

En Espagne, le phénomène s'est accéléré jusqu'en 2013, les ménages allant jusqu'à consacrer 7% de leur revenu à se désendetter. En d'autres termes, près des trois quarts de l'effort d'épargne des ménages espagnols viennent de l'excès des remboursements de crédit anciens sur la souscription de nouveaux crédits.

Au Royaume-Uni, les pouvoirs publics ont alors réagi, afin de mettre fin au *credit crunch* qui menaçait d'étouffer l'économie. Des programmes de soutien aux primo-accédants (programme *Help to buy*) et au financement de ces prêts (programme *Funding for Lending*) ont été mis en place. Ces programmes ont atteint leur objectif, et le crédit a repris une dynamique positive, à tel point que la surchauffe du marché immobilier conduit maintenant la Banque d'Angleterre et le gouvernement à les remettre en cause. On remarquera cependant que l'on reste très loin des flux enregistrés avant la crise: la période est radicalement différente. Mais, en encours, les ménages britanniques restent trois fois plus endettés en moyenne que les Italiens et deux fois plus que les Français ou les Allemands. Et cet encours génère des remboursements élevés, un facteur mécanique de baisse de l'épargne.

Taux de recours au crédit des ménages

(flux nets de crédits / revenu disponible brut annualisé - données CVS)



Sources: Comptes financiers trimestriels, Banques Centrales Nationales, comptes nationaux trimestriels, Offices nationaux de statistiques et Eurostat Données CVS - OEE

En Italie, le crédit se contracte depuis 2011, alors que dans ce pays les particuliers sont historiquement peu endettés. Ils continuent donc de s'écartez de la moyenne européenne. Les variations du taux d'épargne dans le temps sont, de ce fait, moins qu'ailleurs corrélées à l'endettement, et, plus qu'ailleurs, aux comportements d'accumulation patrimoniale.

Endettement des ménages européens

Encours par habitant (en €, à fin 2013)

	Endettement total	Endettement hypothécaire ou au titre de l'habitat	Endettement au titre de la consommation
Allemagne	18 256	12 701	2 185
Belgique	19 475	9 078	717
Espagne	16 395	12 831	1 293
France	17 151	13 551	2 227
Italie	10 101	6 065	961
Royaume-Uni	27 456	24 412	3 045

Or, l'épargne italienne est, depuis 20 ans, sur une tendance continue de baisse. On peut ici tenter une interprétation: au-delà de l'appauvrissement subi par nombre de ménages, des réformes énergiques des systèmes de retraite par répartition ont été conduites par les gouvernements successifs (Prodi, puis Monti) – réformes qui permettent de garantir des taux de remplacement élevés. Peut-être les Italiens ressentent-ils moins que leurs voisins le besoin de se prémunir par leur épargne personnelle contre une baisse de revenus à la retraite.

Le cas de l'Allemagne est singulier. Alors qu'avant la crise, les autres pays, même ceux qui se sont tenus à l'écart des excès les plus manifestes, enregistraient des taux de recours au crédit en dents de scie autour de 5%, la courbe restait plate et un peu au-dessous de zéro en Allemagne. Corrélativement, les prix de l'immobilier restaient stables ou en baisse, alors qu'ils augmentaient presque partout ailleurs. L'Allemagne «digérait» la construction massive de logements qui avait suivi la réunification: forte hausse de l'offre à l'Ouest et baisse de la demande à l'Est résultant des migrations intérieures de la population vers l'Ouest. Avant la crise de 2007, la solidité de l'épargne allemande était ainsi assise sur la modération du marché immobilier et du crédit. Depuis la crise, les flux nets de recours au crédit sont redevenus positifs en Allemagne, alors qu'ils sont en baisse ailleurs. On pourrait donc s'étonner que l'épargne n'enregistre pas une baisse symétrique à la hausse antérieure, maintenant que le crédit a retrouvé une certaine dynamique. Mais cette hausse du crédit pourrait tout au plus être qualifiée de «frémissement» en comparaison des changements de régime brutaux subis ailleurs. En réalité, on se réfère ici à des moyennes: la hausse des prix de l'immobilier et la nécessité de recourir au crédit se concentrent sur quelques métropoles. En dehors de ces métropoles, on ne peut parler de rupture, et cela d'autant moins que la proportion de ménages propriétaires de leur logement, ou accédant à la propriété, y est parmi les plus faibles d'Europe.

Les investissements non financiers

L'épargne est constituée d'investissements «réels» – la formation brute de capital fixe (FBCF) dans le jargon des comptables nationaux – plus que de placements financiers. Les entrepreneurs individuels peuvent investir dans leur outil de travail. Et surtout, le logement est, pour nombre de ménages, la principale forme d'épargne. Elle y est considérée comme une protection contre les accidents de la vie, au-delà de la satisfaction psychologique du propriétaire. Une satisfaction d'ailleurs ressentie inégalement si l'on se réfère à la proportion de ménages propriétaires de leur logement.

Devenir ou rester propriétaire de son logement hérité est, dans certains pays, une évidence culturelle. En Espagne par exemple, 83% de la population est propriétaire de son logement.

Taux de propriétaires de leur logement

(en % de la population, à fin 2010)



Source: Eurostat

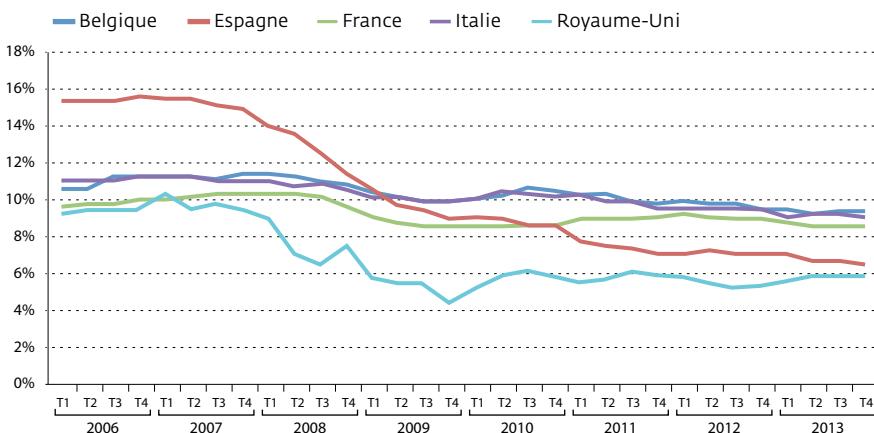
Mais on ne peut pas établir de corrélation positive entre les investissements en logements des ménages et leur niveau d'épargne, comme le montre le contre-exemple de l'Allemagne, où près de la moitié des ménages n'est pas propriétaire de son logement, ce qui ne les empêche pas d'être de gros épargnants. L'épargne des ménages est, en effet, aussi

corrélée négativement à leur besoin en financement pour l'acquisition de leur logement.

Lestée par des achats de logements neufs et des travaux léthargiques, la FBCF a décroché, depuis la crise financière, dans la plupart des pays. Et cet indicateur n'est que partiel, puisqu'il ne reflète pas le marché secondaire des logements anciens, qui est, pour l'essentiel, interne à la sphère des ménages. On remarque, cependant, que l'ampleur et la brutalité des revirements de l'investissement sont, heureusement, moindres que ceux du crédit. Ils amortissent donc les effets du crédit sur l'épargne.

FBCF des ménages européens

(FBCF en % du revenu disponible brut-données CVS)



Sources: Eurostat. Désaisonnalisation OEE

Au-delà des relations comptables: doit-on anticiper un retour au monde d'avant 2008?

Deux raisons nous incitent à penser le contraire.

- Tant que les prix de l'immobilier n'augmenteront pas, les liquidités disponibles pour effectuer des placements financiers resteront limitées. En effet, une part importante des placements a pour origine les plus-values réalisées à l'occasion de la vente d'un bien immobilier. Avant la crise, beaucoup de particuliers, héritant par exemple d'un logement à l'âge de 50-60 ans, recevaient une «manne» à la revente qui augmentait d'année en année avec les prix de l'immobilier. À cet âge, l'inquiétude sur le niveau de vie atteignable à la retraite prochaine se répand, d'autant plus que de multiples campagnes de sensibilisation, ou de réformes plus ou moins efficaces, contribuaient à les alerter. Ces ménages étaient, de ce fait, enclins à placer une part importante des sommes reçues sur les produits financiers, en particulier de l'assurance vie ou des produits de retraite. Ce phénomène existe toujours aujourd'hui, mais les montants ne sont plus en expansion continue. Et par ailleurs, l'importance du chômage et les contraintes sur le revenu d'une grande partie de la population forcent, plus souvent qu'avant la crise, à puiser dans le patrimoine accumulé ou hérité.
- La deuxième rupture est le niveau très faible de la rémunération de l'épargne. Certes l'inflation a baissé, mais, pourtant, la rémunération réelle de l'épargne est devenue négative dans beaucoup de pays car les taux d'intérêts servis se situent au niveau le plus bas jamais connu par la population du XXI^e siècle. Cette rémunération est encore diminuée par l'augmentation massive des impôts sur les revenus de l'épargne et sur le patrimoine mise en place dans certains pays comme la France. Jusqu'à présent, cela n'a pas eu d'effet sur les niveaux d'épargne financière. Pour combien de temps?

L'épargne d'un pays reflète sa culture, son histoire, l'organisation de son système financier. La croissance économique pourrait bénéficier d'une hausse de la consommation. Mais, paradoxalement, pas nécessairement d'une baisse de l'épargne. L'épargne est souvent de la consommation différée. Son niveau est le résultat de forces complexes et contradictoires dont l'intensité relative varie dans le temps, en fonction de l'équilibre ou du déséquilibre des régimes de retraite, de la position dans le cycle immobilier et de l'état de santé des banques.

