

# L'épargne du Belge

**Etienne de Callataÿ**<sup>1</sup>

Banque Degroof et Université de Namur

Pourquoi le Belge épargne-t-il autant et affectionne-t-il autant son carnet d'épargne? Voilà la double question à l'origine de la présente contribution. Bien sûr, il faut se méfier des stéréotypes. À côté de la fierté de l'Espagnol et de la discipline de l'Allemand, il y a le bas de laine, aussi conséquent que prudemment géré, du Belge. Avant de répondre au «pourquoi», il faudra donc d'abord établir les faits: le Belge est-il l'épargnant que l'on croit qu'il est?

Il y a ce que nous savons, ce que nous savons ne pas savoir («*known unknowns*») et ce que nous ne savons pas ne pas savoir («*unknown unknowns*»). Si la crise financière a popularisé la drôle de taxinomie de Donald Rumsfeld, il faut admettre, en matière d'épargne, que nous savons que nous ne savons pas très bien, ni en termes de montants, ni en termes de déterminants. Néanmoins, la présente contribution va chercher à dresser un état des lieux du patrimoine et de l'épargne des particuliers en Belgique (section 1), offrir quelques réflexions sur les limites et les illusions dans la mesure des patrimoines privés (section 2), expliquer le poids du livret d'épargne dans l'épargne des Belges (section 3) et formuler quelques pistes d'évolution de ce livret (section 4).

---

<sup>1</sup> Etienne de Callataÿ est économiste à la Banque Degroof et chargé de cours invité à l'Université de Namur. Il remercie Dirk De Cort pour ses commentaires. Il assume seul la responsabilité du contenu, sans impliquer les institutions avec lesquelles il collabore.

## Épargne et patrimoine : état des lieux

Les études relatives à la composition et à la répartition de l'épargne en Belgique sont relativement rares.<sup>2,3</sup> Le fait que le patrimoine ne soit pas taxé en tant que tel et que le précompte mobilier puisse être libérateur contribue à l'absence de données fines, tout en sachant qu'en ces matières plus encore que dans d'autres, vu la mobilité du capital, la taxation n'est pas une garantie de données fiables. Ce n'est pas tout. Il y a aussi qu'il n'est pas facile de cerner ce qu'est le patrimoine, ni d'en valoriser toutes les composantes.

### Niveau et évolution du taux d'épargne

Le taux d'épargne des ménages en Belgique, exprimé en pourcentage de leur revenu disponible, s'élève à quelque 14%. Il s'agit d'un taux brut, c'est-à-dire avant prise en compte de la dépréciation du patrimoine possédé, ainsi que d'éventuelles plus-values. Ce pourcentage est à la fois élevé, normal et faible. Il apparaît élevé s'il est comparé au taux d'épargne dans d'autres régions du monde, à commencer par les États-Unis, où il n'est que de 5% environ. Il apparaît normal si la comparaison porte sur des pays plus proches, comme la France ou l'Allemagne. Il apparaît enfin comme faible en perspective historique puisqu'il y a 20 ans le taux d'épargne dépassait 20%.

Le Belge n'est donc plus ce qu'il était, il n'est plus ce champion de l'épargne que pourtant beaucoup ont encore à l'esprit. Comment expliquer la baisse tendancielle du taux d'épargne en Belgique? Des écono-

2 Voir notamment M. Frank, P. Praet, J. Vuchelen et J. Walravens, « La distribution du patrimoine des particuliers en Belgique (1969) », *Cahiers économiques de Bruxelles*, #79, 1978 et K. Rademaekers et J. Vuchelen, « De verdeling van het Belgisch gezinsvermogen », *Cahiers économiques de Bruxelles*, #164, 1999.

3 Concession à l'usage courant, l'épargne « des Belges » est évoquée dans le titre comme dans le texte mais les données que nous utilisons ne se basent pas sur un critère de nationalité mais de lieu de résidence. Ce dont il est question, c'est l'épargne des personnes, belges ou non, qui habitent en Belgique.

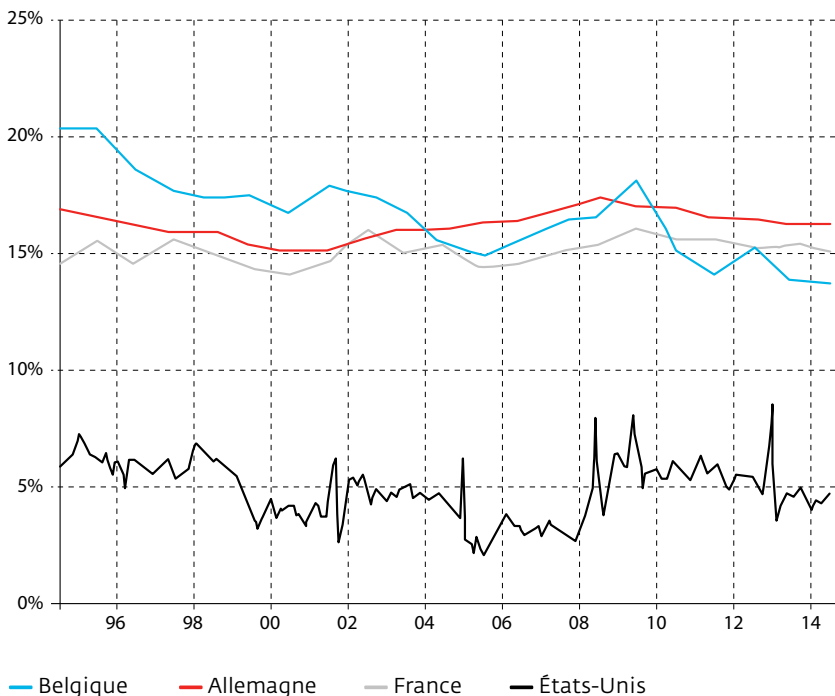
mistes se sont bien sûr penchés sur les déterminants de l'épargne, en ce compris au plan individuel<sup>4</sup>, mais ici nous nous contenterons d'énumérer quelques explications potentielles :

- «Normalisation» du taux d'épargne;
- Évolutions sociodémographiques, telles que le vieillissement démographique (avec un taux d'épargne plus faible chez les retraités), l'éloignement du syndrome de la guerre (avec la nécessité de garder une poire pour la soif) ou les développements du consumérisme;
- Perception, auprès du public, que le filet de sécurité sociale est de bonne qualité en Belgique, ce qui réduit la nécessité d'une épargne de précaution;
- Accès facilité à l'endettement, sachant que l'accroissement de la dette dans le chef des ménages est soustrait de l'épargne pour calculer le taux d'épargne;
- Diminution tendancielle des taux d'intérêt, ce qui réduit l'attractivité des placements en titres à revenus fixes, des placements qui semblent particulièrement prisés par les ménages en Belgique;
- Effet, dit «ricardien», de l'assainissement des finances publiques, tel qu'il est véhiculé par le discours politique et par la diminution du taux officiel d'endettement des pouvoirs publics;
- Évolution du pouvoir d'achat des ménages belges, affectée par l'alourdissement des charges fiscales et parafiscales et surtout par un taux d'emploi inférieur à la moyenne européenne.

---

4 Pour un survol de la littérature empirique relative aux comportements individuels d'épargne, voir M. Browning and A. Lusardi (1996), «Household saving: Micro theories and micro facts», *Journal of Economic Literature*, vol. 34, pp. 1797-1855.

## Taux d'épargne brut des ménages



Source : Thomson Reuters Datastream

Incidentement, il est intéressant de noter que le creusement des inégalités de revenu, qui a aussi été observé en Belgique – même si c'est dans une moindre mesure que dans le reste de l'Europe – n'a donc pas signifié une élévation du taux d'épargne agrégé. Et ce, malgré un glissement en faveur des ménages aux revenus les plus élevés et dont la propension à consommer est plus faible.

Dans la présente contribution synthétique, la question de la distribution de l'épargne au sein de la population ne sera pas abordée.

## La composition du patrimoine financier

Au 31 mars 2014, les ménages disposent en Belgique d'un stock d'actifs financiers de 1103 milliards d'euros en termes bruts et, après déduction d'engagements financiers à concurrence de 221 milliards d'euros (dont 81% est formé de crédits hypothécaires), de 881 milliards d'euros en termes nets.<sup>5</sup> Pour mettre les données en perspective, ces montants se comparent à une dette publique, d'une part, à un produit intérieur brut, d'autre part, l'un et l'autre de l'ordre de 400 milliards.

Il ressort du tableau 1 que les principales composantes de l'épargne financière des Belges sont les produits d'assurance, les actions et autres participations et les livrets d'épargne, chacun de ces trois éléments représentant entre 20% et 25% du total.

Tableau 1

### Actifs financiers des particuliers au 31 mars 2014

(en milliards d'euros)

Billets et pièces	25,6
Dépôts à vue et à terme	89,9
Dépôts d'épargne réglementés	231,2
Titres à revenus fixes	87,3
Actions et autres participations	262,7
Parts d'OPC	124,6
Produits d'assurance	271,4
Divers	10,3
<b>TOTAL</b>	<b>1103,0</b>

(source: BNB, 2014)

5 Source: Banque nationale de Belgique, Département de statistiques, 18 juillet 2014.

Philippe Du Caju (2013) offre une analyse de la répartition du patrimoine des Belges, avec une comparaison internationale.<sup>6</sup> Du tableau 2, il ressort que si plus de la moitié des particuliers disposent en Belgique d'une pension complémentaire et/ou d'une assurance-vie, ils sont moins de 20% à avoir des actions ou des fonds de placement et moins de 10% des obligations ou des bons de caisse. La part des ménages en Belgique détenant différents types d'actifs financiers est assez proche de la moyenne européenne. En revanche, les montants épargnés sont sensiblement plus élevés en Belgique, reflète d'une épargne historique plus élevée et donc signe de patrimoines financiers plus élevés.

Tableau 2

### Détention d'actifs financiers

	Belgique		Zone euro	
	% détenteurs	valeur médiane (en EUR)	% détenteurs	valeur médiane (en EUR)
Actifs financiers	98,0%	26.500	96,8%	11.400
Dépôts	97,7%	10.000	96,4%	6.100
Fonds de placement	17,6%	20.400	11,4%	10.000
Obligations et bons de caisse	7,5%	30.800	5,3%	18.300
Actions	14,7%	5.100	10,1%	7.000
Pensions et assurances-vie	43,3%	19.900	33,0%	11.900

(source: De Caju, 2013)

6 Ph. Du Caju, « Structure et répartition du patrimoine des ménages : une analyse menée sur la base de la HFCS », *Revue économique*, Banque nationale de Belgique, septembre 2013, pp. 43-66.

## La composition du patrimoine en actifs réels

Outre les actifs financiers que détiennent les ménages, il faut aussi prendre en considération les actifs réels. La même étude de Du Caju livre les données suivantes, reprises dans le tableau 3.

Tableau 3

### Détention d'actifs réels

	Belgique		Zone euro	
	% détenteurs	valeur médiane (en EUR)	% détenteurs	valeur médiane (en EUR)
Actifs réels	89,8%	220.000	91,1%	144.800
Logement propre	69,6%	250.000	60,1%	180.300
Autres biens immobiliers	16,4%	174.000	23,1%	103.400
Véhicules	77,2%	6.200	75,7%	7.000
Objets de valeur	15,4%	5.000	44,4%	3.400
Activité indépendante	6,6%	50.000	11,1%	30.000

(source: De Caju, 2013)

Il ressort du tableau 3 que les particuliers en Belgique sont plus souvent propriétaires de leur logement que dans le reste de la zone euro et que ce bien immobilier vaut davantage en Belgique. Les autres postes ont une incidence nettement plus faible.

La valeur du patrimoine immobilier détenu par les particuliers est estimée par la Banque nationale, au 30 septembre 2013, à 1138 milliards d'euros (BNB, Rapport annuel 2013). À cette date, le patrimoine financier brut était estimé à 1058 milliards d'euros. Cela signifie que l'immobilier a une part de 52% dans l'actif brut total des ménages.

## Limites et illusions dans la mesure du patrimoine

Si l'État ne connaît pas avec précision l'épargne des Belges, il n'est pas le seul! Le Belge lui-même ne sait le plus souvent pas quelle est la valeur précise de son patrimoine et donc, a fortiori, quelle est la variation de son patrimoine. Or, cette variation est précisément l'épargne privée.<sup>7</sup>

- La valeur de l'immobilier dont le ménage est propriétaire n'est connue qu'avec une grande marge d'erreur, vu la très grande hétérogénéité du marché immobilier belge, de telle sorte que ce n'est souvent que quand il cherche à vendre un logement que son propriétaire est fixé sur sa valeur de marché;
- Le patrimoine non coté, des meubles aux parts dans des entreprises dont les actions ne sont pas traitées en Bourse, et même le patrimoine coté, pour peu qu'il soit peu liquide, ont une valeur souvent difficile à estimer;
- Les engagements, ou promesses, au premier rang desquels figurent les droits sociaux à la retraite et à la prise en charge des dépenses de santé et de dépendance, ont une valeur instantanée assez aléatoire;
- Certaines dettes privées ne sont pas bien connues, dettes à soustraire du patrimoine brut pour connaître le patrimoine net, le seul qui ait du sens; ainsi, beaucoup de ménages n'ont pas une idée précise de la valeur effective de leur dette hypothécaire.

7 La définition classique de l'épargne, ou «variation de la richesse nette» est la différence entre revenu et consommation. Ceci se retrouve dans la définition du revenu de Schanz-Haig-Simons, à savoir «la valeur de ce que l'individu peut consommer sans entraîner de variation de sa richesse nette». Dans cette approche, les plus-values sur le patrimoine sont donc à assimiler à un revenu et, si elles ne sont pas consommées, à une épargne.



En fait, il y a lieu de soutenir que l'épargnant est sujet à illusions d'optique, des illusions de différentes natures.

*Premièrement*, il oublie sa quote-part dans la dette publique. L'observation apparaît hors propos dans une étude sur l'épargne privée des ménages mais la réalité est plus complexe. Si le souverain a pu déclarer «L'État c'est moi», il faut voir que «la dette publique, c'est nous»! La dette publique est une dette que le particulier, son voisin ou un enfant à venir est appelé à rembourser. Imaginons l'État de Robinsonie dont le seul habitant est Robinson. Le véritable patrimoine de Robinson est son patrimoine privé diminué de la dette de l'État de Robinsonie. Aussi longtemps que je suis sûr que je ne serai pas appelé à assumer une partie de la dette publique, il est raisonnable de penser que mon patrimoine effectif se confond avec mon patrimoine privé. Cependant, dès que cette certitude s'estompe, mon patrimoine effectif est à diminuer de ma quote-part, aujourd'hui indéterminée, dans la dette publique. Ignorer l'ampleur de la dette publique, qui correspond à des strates successives de déficits publics, c'est-à-dire de services que l'on a reçus de l'État mais pour lesquels on n'a payé qu'une partie du coût de production, revient donc à être victime d'une illusion comptable. Si nous avions eu à payer le vrai coût pour ces services publics, nous aurions moins épargné, de telle sorte que la dette publique aurait été ramenée à zéro mais que l'épargne privée aurait été réduite.

*Deuxièmement*, l'épargnant oublie souvent que l'État peut décider, de manière unilatérale, d'amputer la valeur de son patrimoine. C'est certainement le cas lorsqu'il y a répudiation de la dette publique – pensons aux emprunts russes d'avant 1917 –, nationalisation avec compensation incomplète d'entreprises privées ou captation des fonds de pension privés. En changeant les règles du jeu, que ce soit sur le plan fiscal ou réglementaire, l'État peut subitement altérer la valeur de certaines composantes du patrimoine. Ainsi, un alourdissement de la fiscalité sur l'immobilier diminue la valeur de marché de celui-ci et l'adoption de réglementations prudentielles plus sévères dans le domaine financier comprime la valeur des actions bancaires.

*Troisièmement*, l'épargnant se base sur la valeur de son patrimoine financier plus que sur le pouvoir d'achat de celui-ci. Quand le prix de l'immobilier résidentiel monte, la valeur du patrimoine monte et les gens se sentent plus riches. Ceci est un fait bien établi, connu sous le nom d'« effet-riche », qui joue, de manière asymétrique, et de manière plus accentuée encore quand la valeur du patrimoine baisse et que les gens ont, de ce fait, l'impression de s'appauvrir. Or, que les prix montent ou baissent, personne, en soi, n'est plus riche ou plus pauvre aussi longtemps qu'il n'a pas acheté ou vendu. Le ménage se réjouit de la montée du prix de son logement mais cette augmentation est sans effet s'il ne déménage pas... et si elle signifie qu'il pourra léguer à sa descendance un patrimoine plus élevé, elle signifie aussi que la descendance dont elle se soucie aura eu à dépenser plus pour se loger. La hausse des prix de l'immobilier est donc une bonne nouvelle pour le multi-proprétaire ou pour celui qui compte vendre son bien et racheter un bien plus modeste... mais ce n'est pas une bonne nouvelle pour la collectivité dans son ensemble.

*Quatrièmement*, l'épargnant tient souvent mal compte de l'inflation, des frais et de la variation des taux d'intérêt dans la valorisation de son patrimoine. Ceci ne concerne pas que les prix de l'immobilier. Ainsi, en matière d'obligations, l'épargnant sera souvent obnubilé par le rendement nominal, là où il devrait s'intéresser au rendement réel, après prise en compte des frais, de la fiscalité et de l'inflation. En fait, rares sont les particuliers à même de mesurer correctement le rendement réel effectif de leur patrimoine et donc leur véritable épargne.

*Cinquièmement*, enfin, l'épargne financière, mobilière ou immobilière, n'est pas la seule épargne. L'épargne qui est mesurée dans les études sur l'épargne et le patrimoine qui en résulte ne correspondent qu'à une définition étroite de l'épargne et du patrimoine. En effet, avec une telle vue, la personne qui décide de puiser dans son épargne pour financer des études, les siennes ou celles d'un proche, fait baisser le volume global d'épargne et donc le patrimoine, mais ceci procède d'un raisonnement fort étroit puisqu'il revient à ignorer que l'investissement en capital

humain se retrouve dans le patrimoine sensu lato. Et ce qui est vrai du patrimoine intellectuel est vrai du patrimoine en matière sociale, culturelle, sanitaire ou environnementale. Chaque année, notre patrimoine cinématographique augmente!

## L'importance du carnet d'épargne

Le paradoxe interpelle: le montant placé par les ménages en Belgique sur leurs livrets d'épargne, ou carnets d'épargne, a fortement augmenté, alors que la rémunération de ceux-ci a fortement baissé. Comment expliquer cette apparente contradiction?

D'abord, les faits. Du tableau 4, il ressort que la hausse du poids – non seulement en montant mais aussi en termes relatifs – des dépôts d'épargne n'est pas un phénomène récent s'expliquant par la crise financière. Le doublement de la quote-part des livrets entre le début des années 1990 et aujourd'hui, de 11 à 21%, trouve son origine dès le début des années 2000, dans un contexte macroéconomique et d'attitude face au risque bien différent de ce qu'il est actuellement.

Tableau 4

### Encours des dépôts d'épargne

(en milliards d'euros)

	Dépôts d'épargne	Total actifs financiers	Quote-part
12/1992	47	437	11 %
12/2000	90	803	11 %
12/2006	150	876	17 %
12/2008	143	828	17 %
12/2012	218	1041	21 %
03/2014	231	1103	21 %

(source: BNB)

Une remarque, même si elle est évidente, s'impose à propos du calcul de la part des dépôts d'épargne dans le patrimoine financier : celle-ci est tributaire des fluctuations de cours de certains actifs financiers – des fluctuations qui peuvent être très marquées. Pour le dire simplement, quand la Bourse monte, le poids des livrets diminue. Toutefois, ceci n'enlève rien à l'image du succès du livret dont le poids a continué d'augmenter ces dernières années alors que les marchés financiers évoluaient favorablement. Et alors que les taux d'intérêt sur les livrets, après être remontés jusqu'à 2,5% en fin 2008, sont redescendus à 1,5% en 2009, 1% en 2011 et 0,5% début 2014.<sup>8</sup>

Le dépôt d'épargne a donc gagné en part de marché en dépit de l'évolution des taux d'intérêt offerts mais aussi en dépit d'une image médiatique qui aurait pu lui nuire. En effet, qui n'a jamais lu ou entendu que «*l'argent des épargnants dort sur les livrets*» alors qu'il faudrait que cette épargne «*finance l'économie réelle*»? Bien sûr, l'argent ne dort pas sur les livrets, sinon les banques seraient bien en peine de les rémunérer, même modestement – et a fortiori capables de générer des bénéfices. Cet argent, il est instantanément reprêté par les intermédiaires financiers, qui vont arbitrer entre deux risques, le risque de taux et le risque de crédit. Le risque de taux vient de ce que les banques empruntent à court terme et prêtent à long terme. Ce faisant, elles perçoivent une marge qui est liée à la pente de la courbe des taux mais prennent le risque, en cas de remontée des taux, de percevoir un taux sur leurs prêts anciens inférieur au taux à payer sur les emprunts qui auront été renouvelés plus rapidement. Le risque de crédit vient de ce que certains emprunteurs pourraient ne pas honorer leurs engagements.

Même si les différences internationales dans le reporting bancaire ne permettent pas une comparaison parfaite, la place significative du livret d'épargne dans l'épargne des ménages est une exception belge. À cette exception est souvent aussi ajoutée celle de la France avec son célèbre

8 Banque nationale de Belgique, *Financial Stability Review 2014*, p.43.

livret A. Ce dernier a pourtant un poids relatif nettement moindre. Au 30 juin 2014, l'encours du livret A, augmenté du livret de Développement durable, totalisait 371 milliards d'euros. À l'échelle de la Belgique, six fois moins peuplée, cela ferait un bon 62 milliards d'euros, soit un quart de l'encours des dépôts d'épargne belges. Pour information, le livret A est, comme en Belgique, défiscalisé mais selon des modalités différentes, à savoir que c'est là non le montant des intérêts qui est plafonné mais l'encours sur lequel portent les intérêts, un encours de l'ordre de 23 000 euros. La réglementation est également différente, en particulier en ce qu'elle stipule :

- une centralisation des moyens auprès de la Caisse des Dépôts, au détriment des banques ;
- le taux d'intérêt à servir<sup>9</sup> ;
- l'affectation du livret A au financement du logement social.

Ce dernier aspect donne au livret A une image d'argent socialement utile là où, en Belgique, l'argent des livrets est, comme indiqué ci-dessus, fréquemment qualifié de « dormant ». Cette différence de perception est d'autant plus étonnante qu'une part significative, tant du livret A que des carnets belges, se retrouve investie en titres de la dette publique nationale.

## D'où vient le succès des livrets ?

Malgré un déficit d'image en Belgique, le livret occupe donc une place de choix dans le patrimoine des Belges. Qu'est-ce qui peut expliquer la hausse de son poids relatif dans le patrimoine financier des Belges ?

Le **premier** facteur explicatif qui vient à l'esprit est la **garantie** dont les livrets bénéficient, une garantie qui s'élevait avant la crise à 20 000 euros et qui a été ensuite portée à 100 000 euros, avec même une ouver-

9 Le taux a été abaissé de 1,25% à 1% à partir du 1er août 2014, ce qui semble élevé en regard du niveau général des taux d'intérêt à court terme.

ture politique pour une indemnisation publique, en cas de déconfiture, pouvant encore aller au-delà de ce montant. L'affaire Kaupthing qui, en Belgique, opérait en tant que succursale de la filiale luxembourgeoise de cette banque islandaise a montré que l'État belge était disposé à faire plus que ce que les engagements formels exigeaient. Le poids de ce facteur explicatif est toutefois à relativiser. D'abord, cette protection des dépôts n'a rien de spécifique à la Belgique, alors que le montant investi en livrets est, lui, tout à fait spécifique. Ensuite, la Belgique est un pays où l'État n'est pas réputé pour la confiance dont il jouit auprès de ses habitants. Il n'est pas rare d'entendre des interrogations quant à la capacité réelle de l'État d'honorer cet engagement s'il venait à être confronté à la déconfiture d'une banque de taille significative, et cela n'empêche pas, même ces banques-là, de participer au succès des livrets d'épargne. Dans le même ordre d'idée, si le livret a des vertus de liquidité et de stabilité que la crise de 2008 a rappelées, ceci est aussi valable dans les pays avoisinants et où les préférences des consommateurs ne doivent pas être très différentes de ce qu'elles sont en Belgique, de telle sorte qu'il est difficile d'y voir l'explication du succès particulier du livret en Belgique.

Le **deuxième** facteur explicatif qui vient à l'esprit est l'**avantage fiscal** dont bénéficient les livrets. En effet, les intérêts des livrets sont exonérés de précompte mobilier (et donc de tout impôt, même si les institutions financières sont soumises en contrepartie à cotisations spécifiques, ce que l'épargnant ne perçoit pas). Certes, l'exonération est officiellement plafonnée mais il est possible de contourner ce plafond par la fragmentation du montant sur des livrets de différentes institutions financières. En effet, aussi étonnant que cela puisse paraître, il n'y a pas de consolidation des livrets d'un même contribuable, ni même de déclaration sur l'honneur de celui-ci affirmant ne pas dépasser le plafond de l'exonération. La poursuite de la croissance de l'encours des livrets a été stimulée par l'accentuation de l'avantage fiscal. En effet, le taux du

précompte mobilier libératoire sur les titres à revenu fixe a été récemment relevé de 15% à 25%. Cela a renforcé la « valeur » de l'avantage fiscal des livrets. Il est une autre évolution qui a accentué l'incitation fiscale à épargner sous la forme de livret, à savoir la baisse tendancielle des taux d'intérêt. En effet, comme l'exonération porte sur les intérêts des livrets, la baisse des taux fait qu'une épargne plus conséquente peut être accumulée sur un livret avant d'avoir atteint le maximum légal d'exonération. Pour prendre un exemple, en arrondissant l'exonération à 2000 euros d'intérêts, le montant d'épargne qui, placé sur un livret, échappe à l'impôt est de 50 000 euros, quand le taux est 4%, de 200 000 euros quand le taux est 1% et de 400 000 euros quand il est 0,5%. Plus les taux sont faibles, plus les encours exonérés des livrets sont élevés.

Ce facteur explicatif a lui aussi son bémol. Quand diminue le niveau des taux d'intérêt, le privilège fiscal unitaire, en valeur absolue, par euro d'épargne, des livrets diminue, lui aussi. Pour 100 000 euros d'épargne, avec un taux de précompte de 25%, l'avantage de la défiscalisation du livret se monte à 1000 euros quand le taux d'intérêt est 4% et à 250 euros quand il est de 1%.

Le **troisième** facteur explicatif est que le livret offre un **couple risque/return attractif** pour l'investisseur grâce à l'aplatissement de la partie courte de la courbe des taux d'intérêt et grâce à des politiques prudentielles et commerciales qui font du livret un produit d'appel. L'attractivité relative des livrets n'est pas à juger par rapport à des actions ou à d'autres placements à risque, ni à des investissements obligataires à long terme, mais bien à des titres à revenu fixe d'horizon de court à maximum moyen terme. La quasi-inexistence, à l'heure actuelle, d'écart de rémunération pour des placements à faible risque entre du très court terme et des investissements à moins de cinq ans, encourage les épargnants à privilégier les placements les plus courts et les plus liquides, soit le livret.

En même temps, la rémunération offerte sur les livrets n'a pas baissé à la mesure de la diminution de la rémunération sur des placements de court terme alternatifs. Cela peut s'expliquer de différentes manières :

- par des contraintes prudentielles qui favorisent les livrets ;
- par la peur, dans le chef des banques, de donner une image négative de leur attractivité, le taux du livret étant souvent vu comme le point de comparaison privilégié des particuliers pour juger quel établissement a la meilleure offre ;
- par la présence d'acteurs qui, de par leur politique de emploi, peuvent se permettre d'offrir des taux plus élevés, des taux qu'il faut d'autant plus chercher à égaler que ces livrets à taux élevés jouissent, eux aussi, de la garantie publique ;
- par les faibles sorties de fonds des livrets, ce qui permet d'en investir l'encours dans des placements à échéances plus longues.

En fait, la moindre diminution du taux des livrets s'explique peut-être d'abord par un phénomène de normalisation. Il est possible que, dans le passé, la marge réalisée sur les livrets par les intermédiaires financiers était élevée dans un environnement potentiellement peu concurrentiel. Quand, sur un marché donné, apparaissent l'un ou l'autre nouvel acteur avec une offre plus agressive, la réaction initiale des acteurs dominants peut être de ne pas s'aligner, avec l'idée qu'il vaut mieux perdre la petite frange de clientèle plus mobile et conserver les belles marges sur la grande majorité qui, elle, est inerte. Toutefois, à la longue, la perte de clientèle peut devenir significative, et cela force alors les acteurs dominants à revoir leur tarification. Ceci a été observé récemment en Belgique dans le secteur de l'électricité.

## **Perspectives pour le livret d'épargne**

Le poids exceptionnel du livret d'épargne dans le système financier belge interpelle. A priori, il n'y a pas de raison que les ménages adoptent un comportement d'épargne très différent en Belgique et dans les pays



avoisnants. Ceci amène à penser qu'il y a, en Belgique, des distorsions qui affectent les préférences des ménages – des distorsions qui peuvent nuire à l'efficacité, à l'équité ou à la soutenabilité.

Les observations critiques peuvent être résumées comme suit :

- Le livret biaise le bilan des intermédiaires financiers, ce qui peut les fragiliser, notamment en n'incitant pas les banques à développer des sources alternatives diversifiées de financement ;
- La garantie des livrets, telle qu'elle fonctionne aujourd'hui, déresponsabilise les épargnants et donne une prime aux moins bons établissements financiers ;
- Ce qui est bon pour le livret pourrait être mauvais pour des placements à plus long terme, a priori préférables pour le financement de l'économie et donc la croissance ; en même temps, le fait qu'ils se financent plus largement à court terme, au travers des livrets qui sont d'une nature peu volatile, rend les établissements de crédit plus stables et les incite à être plus prudents en matière d'échéancier ou de liquidité de leurs prêts, ce qui est aussi un facteur de stabilité financière ;
- Les contraintes européennes, la fongibilité des ressources des établissements financiers et leurs exigences de diversification et de rentabilité font que l'avantage fiscal, payé par la seule collectivité belge, finance des prêts à l'étranger, sans effet de retour particulier pour l'économie nationale ;
- L'avantage fiscal du livret représente un coût d'opportunité élevé pour les finances publiques, même en période de taux faible : un encours de 250 milliards d'euros, un taux de 1% et un précompte mobilier de 25%, cela donne un coût de 625 millions d'euros ; ce coût force à avoir d'autres impôts plus élevés, des impôts plus dommageables pour l'économie ;
- Le privilège fiscal des livrets n'est guère efficace dans la mesure où, avant de stimuler l'épargne parmi les groupes sociaux plus fragiles, il induit d'abord un effet d'aubaine ;

- Ce privilège fiscal, pourtant vanté comme bénéficiant à la « petite épargne », celle des « petites gens » comme l'on disait, est particulièrement mal ciblé ; avec des taux inférieurs à 0,5%, il profite à une épargne de quelque 400 000 euros, voire davantage, au travers de la démultiplication des livrets ; l'essentiel de l'épargne aidée ne concerne pas les déciles inférieurs en termes de revenus de la population ; il s'agit donc d'un exemple d'effet redistributif à rebours, ou « effet Matthieu ».

Au total, les livrets tels qu'on les connaît en Belgique seraient dommageables pour l'activité, les finances publiques et l'équité, ainsi que pour la stabilité financière – ce dernier aspect constituant un point d'attention pour l'autorité prudentielle qu'est la Banque nationale de Belgique. Le Fonds monétaire international s'est lui aussi déjà penché sur cette « anomalie » belge.

Ces considérations amènent à penser que les livrets devraient connaître deux types d'évolution. La première a trait à leur traitement fiscal, un domaine où l'Autorité fédérale belge est maîtresse. Les pistes suivantes ont déjà été fréquemment évoquées :

- Empêcher de dépasser le plafond de revenu d'intérêt exonérés au travers de l'ouverture de plusieurs comptes, au moyen d'une déclaration sur l'honneur ou d'une taxation à la source, avec possible remboursement au moment de l'enrôlement de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ;
- Abaisser le montant de revenu d'intérêt exonéré d'impôt ;
- Fondre l'exonération de revenu d'intérêt du livret dans une « corbeille » d'incitants fiscaux à l'épargne, en ce compris une épargne à plus long terme et/ou à plus grand risque, voire harmoniser la fiscalité de toutes les formes d'épargne, y compris sous forme assurantielle, mais avec le risque alors d'inciter des épargnants à prendre plus de risques qu'il ne leur sied.

Une autre piste, plus radicale, est de transformer le plafond de revenu d'intérêt en un plafond d'encours, à l'instar du statut du livret A en France. Il y aurait donc un livret exonéré à concurrence de ce plafond (23 000 EUR, en France) et, à côté, un livret non exonéré.

La *seconde* évolution concerne la garantie d'État dont bénéficient les livrets. S'agissant du troisième pilier de l'Union bancaire en formation, ce domaine est, lui, désormais du ressort de l'Europe. Alors que le système financier n'est toujours pas stabilisé, le moment n'apparaît pas approprié pour remettre en cause la garantie de 100 000 EUR par compte et par personne, mais il n'empêche que des questions se posent :

- Quel plafond pour l'indemnisation ? Un montant de 100 000 euros, n'est-ce pas trop, en regard de ce qu'est la « petite épargne », de la crédibilité de cet engagement au vu des capacités budgétaires et du coût d'opportunité de cette assurance collective sur les dépôts ?
- Protéger un compte ou un individu ? Ne serait-il pas préférable que la garantie porte sur la personne et non sur l'institution financière ? Le système actuel incite l'épargnant qui place plus de 100 000 euros sur un livret à le faire en fragmentant son épargne plutôt qu'en la concentrant sur ce qui lui apparaît comme la meilleure banque. Ce faisant, le régime actuel de protection des dépôts pourrait être vu comme une bouée de sauvetage pour les « mauvaises banques » ou ce que l'on a appelé les « *zombie banks* », à l'opposé de ce qui serait souhaitable.
- Responsabiliser par une franchise ? Comme cela existait dès avant la crise aux Pays-Bas, le système d'indemnisation pourrait prévoir une indemnisation inférieure à 100 % du montant déposé ou une franchise. Sans mécanisme de responsabilisation, l'épargnant se tourne vers l'institution offrant le taux d'intérêt le plus élevé, pas vers l'institution à la meilleure réputation.

D'autres questions se posent encore, qu'il s'agisse des modalités de financement ou de préfinancement de cette garantie publique ou de l'intensité de la solidarité pan-européenne en cas de déconfiture bancaire dans un pays membre.

Parmi les multiples rappels reçus de la crise financière et de ses développements, figurent très certainement, d'une part, l'importance de la confiance des déposants envers le système financier en général et leur banque en particulier et, d'autre part, le risque systémique que génère tout changement brutal au sein du système financier. Cela signifie que le poids actuel des livrets d'épargne en Belgique, s'il soulève des questions et conduit à envisager des évolutions, doit aussi inviter à ce que celles-ci soient comprises et graduelles.



