



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Les Cahiers de l'OEE

N°. 6

Avril 2018



Dans ce numéro

Pour un capital stratégique national – Propos de conclusion
Jacques de Larosière, Président de l'OEE

*The Impact of Zero Interest Rates on Savings.
New Evidence from Germany*
Dr. Juri Schudrowitz, Verband der Privaten Bausparkassen e.V.

*The European Visions of Jean-Claude Juncker and Emmanuel Macron:
what impact on savers?*
Didier Davydoff, Director of the OEE

L'investissement à long terme

Conclusion du colloque « Pour un capital stratégique national * »

Jacques de Larosière, Président de l'OEE

** Colloque organisé le 8 novembre 2017 par le Club des Investisseurs de Long Terme (CILT)*

La question de l'investissement à long terme en France est lancinante et le paradoxe est toujours le suivant :

- L'épargne des ménages est abondante, même si sa partie financière est minoritaire ;
- mais elle est tournée en trop grande partie vers des actifs « sans risques » à court terme ;
- le financement de l'investissement à long terme en est pénalisé.

Je vais évoquer ce soir trois thèmes :

- 1 - L'épargne française est abondante, mais largement investie à court terme ;
- 2 - La faiblesse des fonds propres des entreprises explique en grande partie que l'investissement productif soit à la traîne ;
- 3 - Les taux bas jouent un rôle non négligeable dans cette inadéquation.

1. L'épargne des ménages est abondante mais investie à court terme

L'épargne des ménages est abondante et finance la quasi-totalité des besoins de l'économie

L'épargne des ménages continue d'évoluer en France autour de 14% des revenus disponibles depuis 2012. Avec l'Allemagne (17%) notre pays se situe parmi les toutes premières nations épargnantes dans le monde « avancé ».

Le **graphique 1** concernant la France et établi en encours montre que l'épargne nette des ménages (domestique et, marginalement, extérieure), soit environ 4 trillions €, finance la totalité des besoins nets des entreprises non financières (2,2 trillions) et ceux des autorités publiques (1,8 trillions).

L'intermédiation financière permet ainsi de transformer une partie importante de l'épargne courte en financements à long terme (2 trillions d'épargne à très court terme sont transformés en placements à long terme ; des résultats très voisins sont observés à l'échelle de l'Eurozone).

L'épargne financière des ménages français est majoritairement placée à court terme

On observe, tout d'abord, que les actifs financiers des ménages constituent une part minoritaire de leur patrimoine : l'immobilier ainsi que les actions non cotées et parts de SARL s'élèvent à 7991 milliards d'euros contre 3926 milliards d'euros de placements financiers.

Sur un patrimoine total de 11 918 milliards d'euros, les placements financiers (hors détention d'actions non cotées) représentent donc 3926 milliards d'euros, soit un tiers du total.

Examinons la nature de ces placements financiers

Voici la répartition des principaux postes de l'épargne financière des ménages en encours (statistique fin Juin 2017, chiffres arrondis OEE).

Épargne à court terme	Mds €	% du total
Dépôts à vue	405	
Livrets d'épargne	637	
Dépôts à terme de moins de deux ans	15	
OPC monétaires	5	
Assurance-vie (supports en Euros)	1694	
Total court terme	2756	58%
Épargne à long terme	Mds €	% du total
Assurance-vie (supports en unités de compte)	231	
Plans d'épargne-logement (PEL)	262	
Plans d'épargne populaire (PEP)	19	
Dépôts à terme de plus de deux ans	52	
Obligations	50	
Actions cotées et non cotées	1123	
OPC non monétaires	289	
Total long terme	2036	42%
Total des placements financiers	4792	

En considérant l'assurance-vie (supports Euro) comme « disponible » à tout moment par les détenteurs, on arrive à la conclusion que près de 58% du total des placements financiers des ménages sont à court terme. Mais les statistiques en flux sont encore plus alarmantes. Les dépôts à vue et les livrets ont représenté 78% des flux d'épargne à fin juin 2017 (% calculé sur les placements financiers hors actions non cotées et parts de SARL). C'est là le résultat de la faiblesse des taux de rémunération (avec des taux proches de 0 le coût d'opportunité d'un compte à vue est devenu particulièrement faible).

2. La part des actions dans le financement de notre économie est faible

On estime que l'Europe finance son économie à hauteur de 24% en capital alors que les pourcentages sont respectivement de 38% et de 48% pour l'Asie et les Etats-Unis. Cette prédominance de la dette est favorisée par le régime fiscal (qui permet de déduire le coût du service de la dette des revenus imposables alors qu'il n'en est pas de même pour les dividendes). Cette sous-capitalisation de notre économie n'est pas favorable à la croissance : elle pèse sur les charges d'exploitation et se traduit par une réduction des fonds propres des entreprises. Le taux de taxation implicite du capital est, en France, de plus de 45% alors qu'il est de 22% en Allemagne (source OCDE). Il est évident que cette sur-taxation du capital entraîne des effets négatifs sur l'investissement à long terme.

On peut ajouter que la réglementation financière n'arrange pas les choses puisqu'elle dissuade les compagnies d'assurance de détenir des actions à leur actif alors que ces sociétés étaient traditionnellement des acteurs importants du marché boursier : elles exerçaient un rôle d'animation et de stabilisation à long terme, rôle qu'elles ne peuvent plus assurer aujourd'hui.

3. La faiblesse des taux de rendement joue un rôle important non négligeable dans cette inadéquation

L'OCDE nous dit qu'en raison des défis démographiques auxquels sont confrontés nos systèmes de retraite, il faut, pour pouvoir disposer d'une retraite convenable, « contribuer davantage et pour de plus longues périodes ». Mais cette recommandation de bon sens se heurte à l'écrasement des taux d'intérêt. On a calculé que même si on épargnait 10% de son revenu d'activité pendant 30 ans, on ne dégagerait – avec des taux réels à 0 – que 12% de son revenu d'activité au moment de percevoir sa retraite.

Il est donc difficile, dans un environnement de politique monétaire à taux 0, de fiscalité pénalisant le capital et d'une réglementation prudentielle défavorable à la détention d'actions par les grands investisseurs institutionnels, de promouvoir la croissance de l'investissement à long terme.

J'ajoute que la politique d'aisance monétaire a eu des effets non attendus sur les bilans des compagnies d'assurance européennes. La faiblesse croissante des taux d'intérêt caractérisant l'actif à court terme des bilans de ces institutions - en contraste avec la stabilité de leurs engagements contractuels longs au passif - a eu pour effet d'accroître leur *mismatch* de duration. Il en résulte - ne serait-ce que pour des motifs réglementaires - la nécessité pour ces institutions de réduire cet écart en investissant davantage en obligations à long terme. Mais cette course à l'achat de titres à revenus fixes - en concurrence avec les achats par la BCE - a entraîné, à son tour, une amplification de la baisse des taux obligataires, ce qui a encore nourri le processus de correction du *mismatch*.

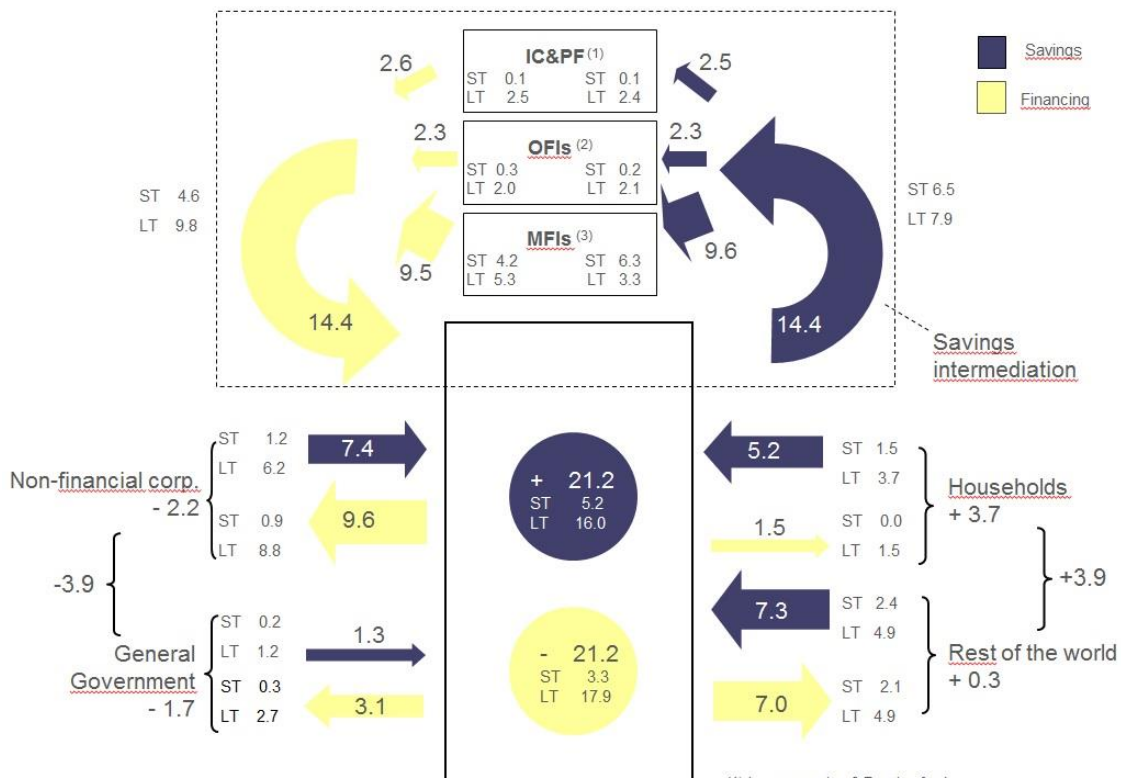
On peut observer que, dans la zone Euro, les compagnies d'assurances détiennent désormais 40% de la dette publique acquise par les résidents de cette zone.

Si l'on avait observé notre planète depuis Sirius au moment de la crise de 2007-2008, on aurait porté le diagnostic suivant :

- Trop d'endettement
- Insuffisance de capital
- Et donc formation de bulles spéculatives au détriment du financement de l'investissement productif à long terme

Et l'on serait donc étonné de voir, 10 ans après :

- Encore plus d'endettement
- La permanence de la désincitation à souscrire du capital
- La continuelle faiblesse de l'investissement productif.



Sources : ECB, BNP Paribas

(1) Ins. companies & Pension funds
 (2) Other financial intermediaries, finan. aux., non-MMF inv. funds
 (3) Monetary and Financial Institutions

The Impact of Zero Interest Rates on Savings. New Evidence from Germany

Dr. Juri Schudrowitz, Verband der Privaten Bausparkassen e.V.

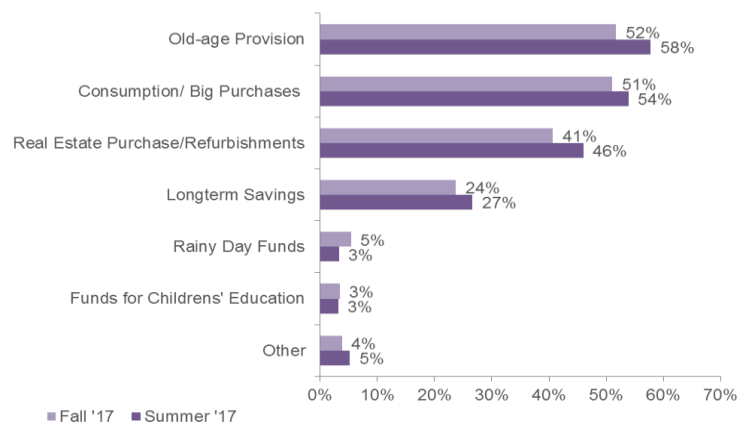
With interest rates close to zero for several years now, an increasing number of savers is getting used to it. Especially the younger generation, young professionals above all, have never seen the rise and fall of interest rates. To them, getting no yield from savings is default. Under this influence, however, German savers keep on saving money – but they have stopped saving for specific purposes in a targeted way, as recent surveys illustrate.

A survey among 2,000 citizens in Germany, conducted each spring, summer and fall by KANTAR TNS for the Association of Private Bausparkassen, shows a significant drop in the savings propensity when it comes to specific motives (Question: “Do you save for a specific purpose?”). Asked for their motives, people show less interest for all major savings categories: Except for the "rainy day funds", all categories have experienced a considerable decline in savers' attention. “Old-age provision” is still the most important savings motive. In fall, however, only 52 percent of the participants actually save for it – after 58 percent in the summer survey. "Consumption / long-term purchases" comes in second with 51 percent of the responses – after 54 percent in the last survey. Unchanged in third place follows the savings motive "home ownership" – with 41 percent of the responses, however, it has lost 5 percentage points compared to the summer survey. It is thus almost hit last year's all-time low in the survey's 20-year history. Prices for real estate have soared in the last six years, thereby excluding low- and medium income households from purchasing self-owned homes rising wages and low interest rates simply cannot compensate the skyrocketing real estate prices. Stock markets, according to the Bank for International Settlements, might be overrated as well and, thus, contain risks for those who enter the markets at this stage.

Under these circumstances, people in Germany just keep on saving the safe way. They even consider cash withdrawals and storing funds at home a realistic option, should banks pass on negative interest rates to their customers. This is the major finding of a survey conducted by Mannheim-based economic think-tank ZEW Center for European Economic Research for ING in November 2017.

64 percent of the participants of this survey did not change their savings behavior in the light of low interest rates. The interest rate does not seem to have a significant impact at all – most people just save what is left at the end of each month. Cash, savings deposits and overnight deposit accounts are the most popular forms of saving – and the ones promising least yields. Only savers with overall assets exceeding 50.000 Euros consider stocks as the most appropriate form to save money.

Evidence for Germany suggests that savers don't let themselves be forced into risky investments. Low and close-to-zero interest rates seem to have almost no influence on savings behavior. People just keep on saving. Yet, they don't seem to save in a targeted way but try to keep their funds in safe deposits.



The European Visions of Jean-Claude Juncker and Emmanuel Macron: what impact on savers?

Didier Davydoff, Director of the OEE

On 13 September 2017, Jean-Claude Juncker, President of the European Commission, presented in his State of the Union Address a "roadmap for a united, stronger and more democratic Union". Two weeks later, on September 26, 2017, Emmanuel Macron delivered a speech at La Sorbonne with the almost identical title: "Initiative for Europe, a Sovereign, United, Democratic Europe".

These two speeches mark a clear break with the traditional anti-European reflexes and announce perhaps a metamorphosis: the European Union is again invested with the hopes of progress even though for the first time, a Member State, one of the largest, decided to leave it.

The proposals of President Macron find their source in a thorough reflection. It occupies an entire chapter of the program book "Revolution". He pleads for a "refoundation" of Europe. Those of President Juncker are based on the results of a five-year term, which, in the financial field, saw the challenge of the sovereign debt crisis, the launch of the Capital Markets Union, the implementation of the banking union, and a massive European investment plan.

What impact could the vision of the two Presidents have on savings? How will European savers benefit from the new momentum of Europe? These are not questions or categorical claims. Protecting savings, directing them to the best use is an issue, not just for savers, that most citizens are or will be at some point in their lives. It is effectively financing the economy. Precautionary savings also reduce the need for solidarity in the event of a fall in income. Retirement savings help to limit the pressure on pay-as-you-go pension systems. Savers transfer their own immediate consumption to a future consumption, their own or that of the next generation. The savings rate of a population is the barometer of its "desire for the future".

Let's look at three questions: will investment opportunities be expanded? How will taxation of savings evolve? Will investors enjoy greater stability, more security?

1. Investment opportunities

Juncker wants to continue implementing the Capital Markets Union (CMU), a project launched in September 2015 by EU Commissioner Jonathan Hill. The CMU aims to complement the banking financing, dominant in Europe, by developing a unified and fortified capital market. As far as individual savers are concerned, the most significant component of this action plan has been the Commission's proposal for a Regulation on a pan-European Personal Pension Product (PEPP). PEPP will add to existing individual pension savings products in each country, it will not replace them. In countries where personal pension savings are still underdeveloped and in those where existing products have been criticized for providing only low pensions, the new European product may raise the savers' interest in preparing their retirement.

However, there is still a need to define a real European savings market. Savings in bank balance sheet products and life insurance products remain dominant in several countries, and are invested in domestic products, without the savers being really offered the opportunity to seize more interesting products outside their borders.

This fragmentation of the savings market is partly explained by the marketing strategies of the providers. The most interesting offers available online are often reserved for residents of the country of the bank that offers them. The visions exposed by Juncker and Macron will not give new impulse to cross-border

provision of banking services in the European Union.

2. Savings taxation

Taxation is one of the causes of fragmentation of European savings. The French *Livret A*, the UK ISA account or the Belgian savings account are advantageous because they are exempt from income tax for investors in these countries.

The lack of vision of a harmonized savings tax system

Macron's tax proposals relate mainly to the corporate tax that would remain national but whose rates would be framed in a corridor. But neither Junker nor Macron show an ambition of harmonizing the taxation of savings, let alone reciprocal recognition of the tax treatment of domestic products. The dynamic is therefore that of the market, each State acting to keep its savings tank. This dynamic may be favorable to savers. For example, it led France to introduce a flat tax rate on savings income at a lower rate than the marginal income tax rate that applied until now. For the same reason, financial investments have been removed from the French wealth tax base. This example has its limits in itself: There is a prejudice against real estate wealth. Such a prejudice may also be unfavorable to housing savings, which allows savers to gradually build up family capital. Financial institutions specialized in home savings are well aware that financial savings and real estate investments are complementary.

The risk of an increase in European taxes

The two presidential visions converge towards an increase in the operating expenses of the Union, while the departure of the United Kingdom will greatly reduce its budgetary resources: establishment of a common defense budget, a common intelligence unit, a joint civil protection force, a common customs police, a common prosecutor's office, a European Intelligence Academy, a European asylum office, a training and integration plan for refugees, increased spending on development assistance.

Macron proposes to allocate part of the harmonized corporate tax as well as the carbon tax to the European budget. He also has the idea to extend the French financial transaction tax or the British Stamp Duty to all Europe, and to assign those additional resources to development

assistance. Such a tax would reduce the performance of savers' investments in the financial markets, directly or through investment funds, life insurance and pension funds.

3. The security of savings

The European Monetary Fund

Junker proposes to perpetuate the European Stability Mechanism, a financial crisis management system for the euro zone set up after the sovereign debt crisis. He proposes to change it in the form of a European Monetary Fund, which would coordinate the implementation of European financial instruments in the event of a serious crisis in a Member State. Macron considers that "the challenge is not to put in place mechanisms that would magically solve all the problems". However, the absence of realistic and intangible rules during the sovereign debt crisis has been a source of uncertainty for the markets, which has unnecessarily prolonged the crisis. Junker's proposals are not perfect themselves, in the absence of a change in the decision-making rules, in case of difficulties. This plan is a starting point for improving current procedures.


The deposit guarantee fund

The Commission's Proposal for a European deposit guarantee fund has not been approved by all Member States yet. The political impulse of Presidents Macron and Junker may help to remove the reservations expressed about the Commission's first draft.

Political stability

These two speeches aimed to give a new impetus to the construction of Europe. The nuances or divergences of approach will have to be confronted, and it will be necessary to clarify several orientations. First, it will be necessary to specify the areas of competence specific to each level of governance. Macron proposes a political reinforcement of the euro area governance, but a detailed examination of his proposals shows that most would apply and only make sense at the level of the whole Union.

In total, the rules of the game of the dialogue with European politicians will evolve. Both visions envisage a strengthening of the European institutions: the Commission would be tightened, the European Parliament would regain a strong democratic legitimacy. For Juncker, the Presidency of the Commission and the Council should be merged. Both visions plan to appoint a European or a euro area finance minister, responsible to the Parliament. Let's hope that this institutional simplification will translate into greater efficiency in decision-making! Last but not least, the ECB will remain independent. It should raise interest rates, the only way to revitalize savings and its stakeholders.



L'OEE réunit des parties prenantes de l'épargne en Europe souhaitant améliorer la connaissance et la compréhension de l'épargne, du crédit et de l'investissement.

Des projets de recherche associant des universitaires et des professionnels sont chaque année lancés par l'OEE sur des thèmes décidés par le Conseil Scientifique de l'association.

Des *Briefing Papers* font le point, de manière synthétique et pédagogique, des apports de la recherche sur des enjeux pratiques de l'épargne en Europe.

Les *Cahiers de l'OEE* présentent des travaux descriptifs ou normatifs réalisés par les membres et par l'équipe de l'OEE. Ces articles résultent d'un suivi permanent des tendances du marché, de l'expérience pratique des membres de l'association, et des études commandées par des institutions européennes ou internationales.

