

## Éditorial

Jacques de Larosière

*L'Observatoire de l'Épargne Européenne a fêté en 2009 ses 10 années d'existence dans un contexte profondément affecté par la crise financière et économique. Comme le montre notre dernier Tableau de Bord de l'Épargne en Europe, l'épargne de précaution a augmenté partout en Europe mais paradoxalement, les placements financiers des ménages sont, eux, plutôt orientés à la baisse, en l'absence de deux moteurs: la réalisation de plus-values immobilières et le recours au crédit. L'aversion au risque et à la complexité est également un fait marquant, même si les chiffres les plus récents font état d'une certaine normalisation dans les choix d'investissement.*

*La brutalité des renversements de tendance, de même que la cadence accélérée des évolutions réglementaires, appellent une plus grande réactivité de l'OEE à l'évènement. Notre programme de recherche inclut désormais la réalisation de « briefing papers », réalisés dans des délais courts, tirant les enseignements de la recherche existante sur un sujet d'actualité. Trois « briefing papers » ont déjà été livrés, sur les réactions des investisseurs à la crise financière, sur les conséquences de la directive MiFID sur les marchés d'actions, et sur le conseil en investissement.*

*Parallèlement, les travaux de recherche approfondis continuent d'être commandés par l'OEE, pour être discutés par les professionnels membres de notre association. Les travaux en cours portent sur la finance comportementale, sur les performances à long terme des différents types d'actifs financiers et sur les fonds de pension.*

*L'OEE a aussi été très actif cette année à travers sa filiale OEE Etudes. En particulier un bilan complet du Plan d'Action sur les Services Financiers (PASF) et des recommandations pour la nouvelle législature ont été livrés à la Commission Economique et Monétaire du Parlement Européen. Ce rapport souligne l'importance et l'urgence de la mise en œuvre des recommandations du Groupe de Haut Niveau que j'ai présidé sur la supervision financière en Europe. Des améliorations du cadre réglementaire sont aussi indispensables. Le rapport d'OEE Etudes appelle notamment à mettre au rang des priorités le renforcement de la protection des épargnants et du contrôle de la commercialisation des produits financiers.*

## Sommaire

### Le point sur...

- Les produits d'épargne logement, en France et en Allemagne
- La rentabilité à long terme des actions
- La fiscalité de l'épargne en Europe

### Des nouvelles de l'OEE

- Tableau de bord de l'Épargne en Europe
- Contribution de Didier Davydoff pour le Parlement Européen
- Programme d'études 2009 et briefing papers

### Agenda

- Conférence le 19 janvier 2010 sur l'allocation de l'épargne de long terme.

## Produits d'épargne logement, en France et en Allemagne

Après avoir subi pendant plusieurs années des sorties nettes, l'encours des Plans d'Epargne Logement a cessé de diminuer depuis quelques mois. Il est intéressant de comparer, à cette occasion, le régime de l'épargne logement en France et en Allemagne (le Bausparvertrag).

### La France a défini un produit type d'épargne logement règlementée

Le régime de l'épargne logement a été institué par la loi n°65-554 du 10 juillet 1965. Il définit un **produit unique** qui est proposé dans les établissements agréés.

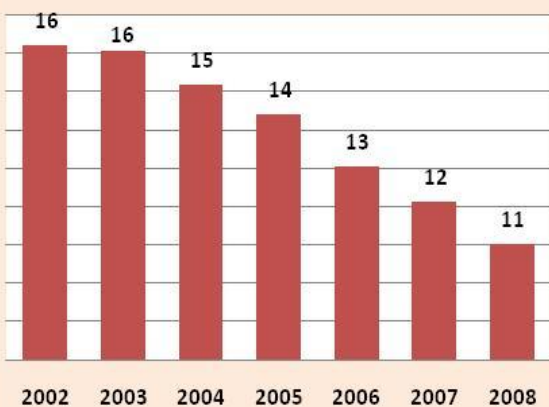
Durant la phase d'épargne, les intérêts perçus sont fixes (à 2,5 % depuis le 1er août 2003). Depuis 2006, si les intérêts inscrits en compte sont toujours **exonérés d'impôts**, ils sont désormais redevables des **cotisations sociales**, chaque année, et non plus à la clôture du Plan pour les PEL de plus de 10 ans. Les **intérêts perçus sur les Plans de plus de douze ans sont désormais imposés**, au prélèvement libératoire forfaitaire de (18% en 2009) ou à l'impôt sur le revenu au choix de l'épargnant. Le plafond d'un PEL est de 61.200 euros.

**La phase d'emprunt immobilier peut commencer après 4 ans, à un taux fixé dès l'ouverture du Plan et assortie d'une prime d'Etat représentant 1% de l'épargne antérieure.** L'emprunt doit être destiné à financer l'acquisition ou la réhabilitation d'un logement situé en France.

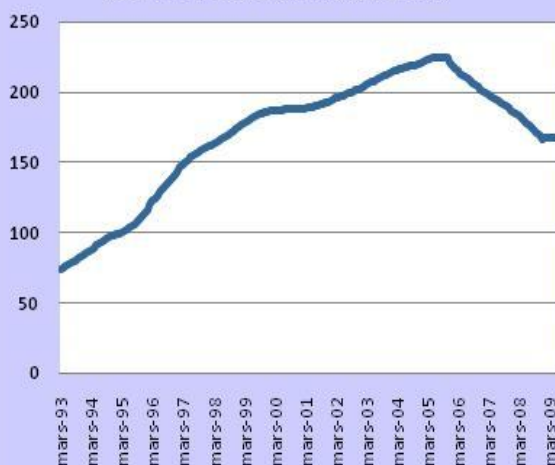
**L'Allemagne a elle donné l'exclusivité de l'épargne logement à des Caisses d'épargne immobilière qui sont libres de proposer différentes formules**

Le compte d'épargne immobilière doit être ouvert auprès d'un établissement spécialisé, une Bausparkasse (Caisses d'Epargne Immobilière), dont le régime juridique a été défini par une loi de 1971, et réformé en 1991.

Titulaires de plans d'épargne logement  
(millions de personnes)



Encours des PEL  
(données CVS, en milliard d'euros)



Le titulaire d'un compte d'épargne logement définit, au moment de l'ouverture du compte, l'échéance, le montant cible de son investissement (la Bausparsumme) et la part de cet objectif qui devra être atteinte grâce à l'épargne du titulaire (typiquement, 30 à 50%).

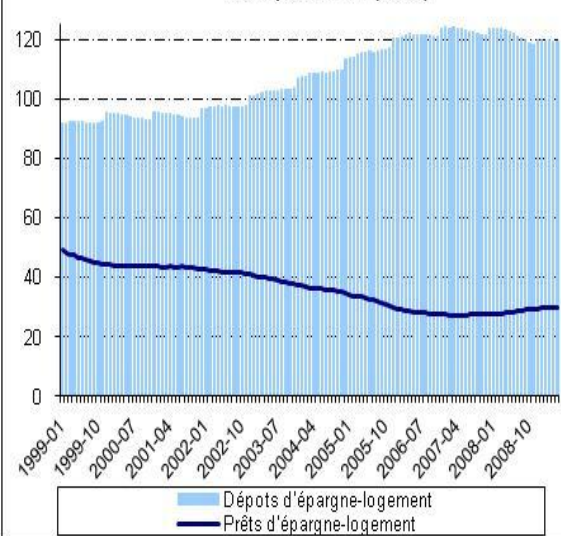
La **phase d'épargne a une durée de 12 mois au moins**, et le contrat est fermé si un prêt d'épargne logement n'a pas été souscrit 15 ans après sa signature. Les **versements du titulaire sont libres**. A l'issue de la période d'épargne, la Bausparkasse complète par un crédit la différence entre l'épargne accumulée (y compris ses revenus, les primes d'Etat et les prestations d'épargne salariale) et la Bausparsumme.

Toutes les personnes imposables de plus de 15 ans ont droit à une **prime d'épargne logement**, à condition que leur revenu imposable ne dépasse pas 25 600 euros (51 200 euros pour un couple marié). Elle est égale à 8,8% des versements de l'épargnant. Les versements donnant droit à la prime sont plafonnés à 512 euros par an et par personne (1 024 euros pour un couple marié).

A la différence du PEL français, la rémunération de l'épargne et les taux des prêts d'épargne logement **varient selon les établissements**. L'épargne du titulaire d'un contrat est rémunérée à un taux convenu à l'ouverture du contrat. Les taux d'intérêt créditeurs sur l'épargne et débiteurs sur les prêts varient selon la formule choisie par l'épargnant. Un établissement propose par exemple 6 formules, l'une d'entre elles proposant des taux créditeurs de 0,5% et débiteurs de 1,6%, et une formule à l'autre extrémité avec des taux créditeurs pouvant aller jusqu'à 4% et des taux débiteurs de 4,9%.

Les comptes d'épargne immobilière allemands constituent une **allocation possible de l'épargne salariale ainsi que de l'épargne retraite**. Les versements peuvent intervenir pendant la phase d'épargne ou comme remboursements partiels d'un prêt immobilier. Les « prestations de renforcement du patrimoine » (Vermögenswirksame Leistungen - VL) peuvent en effet être versées sur le compte d'épargne logement. Ces prestations sont conditionnées par un revenu inférieur à 17 900 euros (35 800 euros pour un couple marié). Elles sont versées volontairement par l'employeur, ou dans le cadre d'une convention collective, jusqu'à concurrence de 470 euros par an et par personne. L'Etat abonde les versements d'épargne salariale (de l'employeur et du salarié), à hauteur de 9%.

Evolution des prêts et dépôts au bilan des Bausparkasse (Md€)



## Rentabilité à long terme des actions, risque et allocation optimale des placements financiers à long terme des ménages

Le phénomène de « retour à la moyenne » de la performance des actions demeure encore controversé car il est encore difficile d'effectuer des tests statistiques robustes sur des séries suffisamment longues. Olivier Garnier et David Thesmar citent notamment **Pastor et Stambaugh (2009)** qui ont montré que le phénomène de retour vers la moyenne ne constitue pas une condition suffisante pour que le risque absolu des actions diminue avec le temps, la moyenne en question variant elle-même de manière aléatoire dans le temps.

### Pour poursuivre la réflexion:

**L'OEE organisera le 19 janvier 2010 une conférence sur l'allocation de l'épargne de long terme.**

Eric Jondeau et Mickael Rockinger, de l'Université de Lausanne, présenteront les résultats de leur étude financée par l'OEE, « *Portfolio allocation for European markets with predictability and parameter uncertainty* ». Olivier Garnier discutera leurs résultats. Jacques de Larosière présidera cette conférence de haut-niveau.

Dans un rapport intitulé « Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers » rédigé pour le Conseil d'Analyse Economique, Olivier Garnier, Directeur Général Adjoint de Société Générale Asset Management et David Thesmar, professeur à HEC, reviennent, entre autres, sur la question de la rentabilité des actions à long terme. Les auteurs confirment, en apportant quelques nuances, la rentabilité à long terme des actions et formulent des recommandations quant à la composition optimale d'un portefeuille d'épargne à long terme.

### Conclusions sur la pertinence d'investir en actions pour un épargnant à long terme

1 – Même si, au cours du siècle dernier, les actions ont affiché une rentabilité significativement supérieure aux obligations d'Etat et aux placements monétaires, il reste que les obligations peuvent faire mieux que les actions sur une durée non négligeable (un cas extrême étant les 50 dernières années au Japon).

2 – Les auteurs rappellent par ailleurs que les investisseurs ne doivent pas négliger l'existence de risques extrêmes correspondant à des événements très rares mais dont l'impact est très fort et très persistant sur les titres financiers.

3 – Enfin, les phénomènes de « retour à la moyenne » pour les actions sur le long terme impliquent que la prime de risque n'est pas stable dans le temps : plus la surperformance a été marquée au cours des années récentes, plus la probabilité qu'elle se détériore au cours des années à venir est élevée (et inversement). Il est donc erroné de prolonger des rentabilités historiques pour anticiper des rentabilités futures.

### Ces résultats appellent selon les auteurs les recommandations suivantes concernant l'élaboration d'un portefeuille optimal de placements financiers à long terme

1 – la diversification géographique : elle permet de se couvrir contre certains risques extrêmes (guerres par exemple).

2 – la diversification des actifs : la pondération des actions doit être plus élevée dans un portefeuille de long terme que dans un portefeuille de court terme mais cela ne signifie pas que d'autres classes d'actifs n'auraient pas également leur place dans un portefeuille de long terme, comme les emprunts d'Etat indexés sur l'inflation. La hausse des prix constitue en effet un des principaux risques pour un portefeuille de long terme.

3 – une stratégie d'investissement de type « contrarian » : réduire son exposition aux actions quand elles ont surperformé et l'augmenter dans le cas inverse.

## Fiscalité de l'épargne en Europe

Afin de comparer le poids de l'imposition sur le revenu dans les différents pays européens, Eurostat estime un taux de fiscalité implicite sur les revenus du capital pour les ménages en divisant l'ensemble des impôts sur les capitaux par une approximation des revenus des capitaux des ménages. A noter que les plus-values du capital ne sont pas comptabilisées au dénominateur, ce qui conduit à surestimer le poids de la fiscalité sur le capital. La comparaison de la fiscalité des produits d'épargne permet toutefois de montrer des niveaux très hétérogènes selon les pays.

Taux d'imposition implicites des revenus du capital des ménages								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Lettonie	1,1	0,7	1,1	0,7	0,5	0,5	1	1,7
Lituanie	2,5	2,5	2,2	1,8	2	2,5	2,6	3,3
Estonie	2,8	2,5	3,3	3,4	2,6	5,3	4,5	5,1
Hongrie	6,2	6,7	7,3	7,6	6,8	6,6	8	
Slovénie	6,9	7,9	7,5	7,8	8,8	7,3	8	7,8
Autriche	8,1	9	9,8	8,8	7,8	6,8	7,1	8,5
Portugal	16,3	14,9	15,1	15	11,8	10,3	8,6	
Grèce	8,9	8,7	9,4	9,6	9,7	9,7	9,5	
Pays-Bas	8	13	12,9	11,9	10,5	10,4	10,8	10,5
Slovaquie	11,8	12,6	13,3	12,5	12	13,4	13,1	12,5
France	13,2	12,8	12,6	13	12,4	13	13,3	12,6
Pologne	10	10,8	11,9	12,6	11,7	12,6	13,4	
Espagne	13,6	13,1	13	12,5	12,4	12,6	13,7	14,7
Belgique	13	13,3	13,9	14,5	14,8	15,1	14,9	14,9
Italie	16,7	14,5	14,2	16,1	15,1	15,1	16,8	17,9
République	9,2	9,5	10,3	10,5	18,2	17,3	17,6	18,7
Suède	22,7	15,9	13,6	13,6	15,2	18,7	20,5	19,4
Danemark	19,6	7,7	7,8	13,3	29,8	42	21,9	19,5
Royaume-	17,1	17,6	18,2	17,4	19,1	18,7	20,4	22,5
Finlande	23,1	21,2	19,4	18,7	18,5	21,1	23,2	24,2
Chypre	7	6,3	8,8	11,1	10,5	11	15,3	27,1
UE 25	11,3	10,5	10,7	11,1	11,9	12,9	12,6	13,8

Source Eurostat - "Taxation trends in the European Union" 2009

Les pays européens présentent une large fourchette de taux d'imposition implicites de l'épargne. De plus, des taux d'imposition identiques n'empêchent pas de grandes disparités dans la fiscalité entre les produits financiers, avec une charge plus ou moins importante sur les dividendes ou sur les intérêts.

La Directive européenne sur la taxation de l'épargne (2003/48/CE) a été adoptée afin de lutter contre l'évasion fiscale. Appliquée depuis janvier 2005, elle porte uniquement sur les intérêts. Elle vise à permettre aux personnes physiques de percevoir des intérêts dans un autre pays que dans celui où ils résident et d'être imposées sur ces intérêts en accord avec les lois de leur pays de résidence. Trois pays appliquent la Directive de façon progressive : la Belgique, le Luxembourg et l'Autriche.

Le 13 novembre 2008, la Commission Européenne a adopté une proposition d'amendement à la Directive. Le but est de mieux assurer l'imposition des intérêts payés via des intermédiaires non imposés et d'élargir le champ de la Directive aux intérêts perçus à travers des investissements réalisés sur des produits financiers innovants ou dans certaines assurances-vie. L'imposition des dividendes n'est quant à elle toujours pas harmonisée au niveau européen.

La fiscalité reste l'un des principaux obstacles à l'intégration du marché européen de l'épargne.

## ■ Tableau de Bord

La quatorzième édition de notre **Tableau de Bord trimestriel de l'Épargne en Europe** est paru fin octobre.

Dans un contexte de fortes pressions sur le revenu des ménages (en particulier en Allemagne), d'incertitudes économiques conduisant à des réactions de précaution, et d'effets de richesse défavorables, les taux d'épargne augmentent partout au premier semestre 2009. Mais les choix de placement se sont progressivement normalisés, après les très fortes turbulences du quatrième trimestre 2008.

Le tableau de bord est fourni chaque trimestre aux membres de l'OEE. Si votre institution n'est pas encore membre de l'OEE, et que vous souhaitez acquérir ce document, vous pouvez contacter Céline Brunet : [c.brunet@oeefr](mailto:c.brunet@oeefr) ou 01 43 12 58 06.

## ■ Contribution de Didier Davydoff pour le Parlement Européen sur le Plan d'action sur les services financiers

**Didier Davydoff, membre du panel d'experts financiers de la Commission Economique et Monétaire du Parlement Européen**, a rédigé pour le Parlement un rapport intitulé : « *An Assessment of 10 years of the Financial Services Action Plan* ».

10 ans après la mise en place du Plan d'Action des Services Financiers, principal chantier de l'ECON, les prochaines avancées législatives devront viser à renforcer et harmoniser la protection des consommateurs.

## ■ Programme d'études 2009

**En 2009, l'OEE a choisi de soutenir trois projets de recherche :**

1. *"Impact of the financial crisis on risk attitudes and beliefs"* conduit par André de Palma, Nathalie Picard, Mohammed Abdellaoui et Jean-Luc Prigent de l'ENS Cachan.

2. *"Changes in risk attitudes and beliefs of online broker customers and their impact on financial decisions"* conduit par Martin Weber, Christoph Merkle et Alen Nusic de l'Université de Mannheim.

3. *"Intergenerational aspects of portfolio risk management"* conduit par l'OFCE.

## ■ Briefing papers

**Cette année, l'OEE a décidé de financer un nouveau format de travaux. Les « briefing papers »** permettent de mettre l'accent sur des problématiques précises sous un format court et didactique. Trois thèmes ont été retenus :

1. « Comportements des Investisseurs pendant la crise financière » (Bella Caridade-Ferreira de Lipper-FMI).

2. « Conséquences de la directive MIF sur la concurrence entre les bourses et sur les marchés financiers » (Sophie Moinas de la Toulouse School of Economics).

3. « Enseignements des études sur l'attitude et les comportements face aux risques pour la réglementation du conseil en investissement » (André de Palma et Nathalie Picard de l'ENS Cachan).

# Agenda

▪ 8 décembre 09

Le **Conseil d'Administration de l'OEE** s'est réuni le 8 décembre.

## Séminaires organisés par l'OEE

▪ 24 septembre 2009

Bella Caridade, de Lipper FMI, a présenté, au Palais Brongniart, son étude, réalisée à la demande de l'OEE, sur le comportement des investisseurs européens dans la crise financière. Elle a analysé les conséquences du retrait des particuliers de l'investissement en OPCVM en gestion active et présenté les prévisions de son organisation sur les souscriptions des différents types de fonds en 2009.

La présentation est disponible en ligne sur notre site [www.oeefr.fr](http://www.oeefr.fr).

▪ 9 novembre 09

Lors d'une table-ronde organisée chez NYSE-Euronext, Sophie Moinas, de la Toulouse School of Economics, a présenté son étude concernant les conséquences de la directive MIF sur la concurrence entre les bourses et sur les marchés financiers, réalisée pour l'OEE. Didier Davydoff, Directeur de l'OEE, et Laurent Fournier, Responsable de Recherche de Marché chez NYSE-Euronext, participaient également à cette table-ronde.

Leurs présentations sont disponibles en ligne sur notre site [www.oeefr.fr](http://www.oeefr.fr).

▪ 16 novembre

L'Acam a organisé la « **conférence du contrôle** » consacrée cette année aux mesures d'application de la directive Solvency 2, et à la lutte anti-blanchiment.

## Interventions de Didier Davydoff

▪ 17 novembre

**Didier Davydoff** est intervenu aux **Entretiens de l'épargne** organisés par **PUBLI-NEWS**.

▪ 20 novembre

Il a aussi fait une présentation à la **Commission européenne** lors d'une journée organisée sur le **thème du surendettement**.

▪ 16 décembre

**Didier Davydoff** présentera le **16 décembre 2009** au **Parlement Européen**, le rapport intitulé : « *An Assessment of 10 years of the Financial Services Action Plan* ».



o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

48 rue de Provence • 75 009 Paris  
Tel: +33(0)1 43 12 58 00 • Fax: +33 (0)1 43 12 58 01

[www.oee.fr](http://www.oee.fr)

<b>Président du Conseil d'Administration</b>	Jacques de Larosière
Vice-Président	Alain Leclair
<b>Président du Comité d'Orientation</b>	Christian Gollier
Secrétaire général	Pierre Bollon
Trésorier	Vincent Remay
Directeur	Didier Davydoff D.Davydoff@oee.fr
Statisticien-Economistes	Grégoire Naacke & Céline Brunet G.Naacke@oee.fr & C.Brunet@oee.fr
Support	Marie-Josèphe Béveillard MJ.Bevillard@oee.fr