



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

OEE Insights

N° 5

July 2017



In this issue

Les comportements financiers des Européens pendant la crise

André Babeau, Professeur émérite des universités

Italians are no Longer Bond People

Lea Zicchino, Prometeia, Andrea Alemanno, Ipsos Italia

Edito

André Babeau, qui a été le premier président du conseil scientifique de l'OEE à sa création en 2000, ouvre cette cinquième édition des *Cahiers de l'OEE* par un article sur les comportements financiers des Européens pendant la crise. Les comptes financiers des ménages offrent un cadre d'analyse cohérent de ces comportements. La méthodologie standardisée de la comptabilité nationale permet des comparaisons pertinentes entre les pays européens et cette approche comparative est privilégiée depuis l'origine par l'OEE. André Babeau considère néanmoins que ce cadre n'est pas tout à fait suffisant car, au-delà des équilibres comptables, la connaissance des flux bruts de nouveaux crédits et de remboursements est indispensable pour comprendre et prévoir les comportements. Il l'a montré dans un récent ouvrage¹. Il l'illustre dans cet article en présentant la variété des comportements financiers en Europe, qui s'explique, pour beaucoup, par leur niveau de recours au crédit.

L'approche comparative de l'OEE met en évidence la particularité qui a longtemps été celle de l'épargne des Italiens, l'importance des obligations dans les portefeuilles d'actifs des ménages, qui a une origine historique : le choix fait par le Trésor italien de placer une grande partie de sa dette directement auprès de ses citoyens alors que d'autres optaient au contraire pour un marché de la dette publique animé par des *Primary Dealers* plaçant le « papier » auprès des investisseurs institutionnels domestiques ou étrangers. Cette particularité s'estompe, comme le montrent Lea Zicchino (Prometeia) et Andrea Alemanno (Ipsos Italia) dans un article dont le titre résume bien le propos : « Italians are no Longer Bond People ». La société Prometeia, membre active de l'OEE, est reconnue comme spécialiste incontournable des marchés de l'épargne en Europe. Les auteurs montrent que les Italiens réduisent la part des obligations de leur portefeuille et investissent de plus en plus en actifs gérés.

André Babeau, who was the first President of the OEE Scientific Committee at its inception in 2000, is opening this fifth edition of the OEE Insights with an article on the financial behavior of Europeans during crisis. Household financial accounts provide a coherent framework for analyzing these behaviors. The standardized methodology of national accounts enables comparisons to be made between European countries. This comparative approach has been favored from the outset by the OEE. André Babeau considers that this framework is not entirely sufficient because, beyond accounting balances, knowledge of the gross flows of new loans and repayments is essential to understand and predict behavior. He showed it in a recent book². He illustrates this in his article by presenting the variety of financial behavior in Europe, which is largely explained by their level of recourse to credit.

The comparative approach of the OEE reveals the particularity that has long been that of Italian savings, the importance of bonds in households' asset portfolios, which has a historical origin: the choice made by the Italian Treasury to place a large part of its debt directly with its citizens while others opted instead for a market of the public debt animated by Primary Dealers placing the "paper" with the institutional investors domestic or foreign. This feature disappears, as Lea Zicchino (Prometeia) and Andrea Alemanno (Ipsos Italia) show in an article whose title sums up the words "Italians are no Longer Bond People". Prometeia, an active member of the OEE, is recognized as a key specialist in Europe's savings markets. The authors show that Italians are reducing the share of bonds in their portfolio and investing more and more in managed assets.

Didier Davydoff
Directeur de l'OEE
Director of the OEE

¹ *Épargne et Crédit, de mystérieuses relations*, André Babeau, Jacques Barraux, publié aux PUF, 2017. Lire notre analyse de cet ouvrage dans la *Lettre de l'OEE* de mars 2017.

² *Épargne et Crédit, de mystérieuses relations*, André Babeau, Jacques Barraux, PUF, 2017. Read our book analysis in the 2017 March issue of the *OEE Newsletter*.

Les comportements financiers des Européens pendant la crise

André Babeau, Professeur émérite des universités

Les statistiques pertinentes sur les comportements financiers des ménages ne sont pas toujours faciles à rassembler. Jusqu'à présent, au cours des deux dernières décennies, c'est surtout l'évolution du taux d'épargne macro-économique des ménages qui a fait l'objet de commentaires. Une telle référence est, selon nous, très insuffisante, surtout si, comme c'est toujours le cas, on ne sait pas précisément à quoi est consacré le flux d'épargne en question.

Nous avons depuis plusieurs années essayé de montrer que le cadre d'analyse nécessaire était ici ce que nous avons appelé le « tableau de financement » des ménages, qui rapproche leurs ressources financières (épargne et crédit) de leurs emplois (remboursements d'emprunts, investissements physiques et placements financiers)³. Sur la période 1995 - 2012, les données correspondant à ces différents éléments sont maintenant disponibles pour la majorité des pays européens. On commencera donc par rappeler ce cadre d'analyse, non sans en mentionner les limites.

On utilisera ensuite un tableau de synthèse rassemblant les plus grands pays de l'Union européenne, pour faire apparaître les principales évolutions intervenues au cours de cette période de près de 20 années. C'est le recours au crédit qui, on le verra, nous paraît devoir être choisi ici comme variable motrice, les autres variables réagissant le plus souvent à son évolution.

S'il existe bien en Europe au cours de la période considérée un profil commun

d'évolution, les différentes variables se situent cependant, d'un pays à l'autre, à des niveaux bien différents : les taux d'épargne, par exemple, peuvent, à un moment donné, varier d'un coefficient 3 ou 4. On montrera que c'est encore ici le niveau très différent du recours au crédit qui semble expliquer le mieux ces contrastes d'un pays à l'autre.

On conclura sur une note plutôt pessimiste. Aussi intéressants que soient les « tableaux de financement » des ménages pour décrire des évolutions temporelles ou des spécificités nationales, ils devront cependant à l'avenir être complétés par des informations hors comptes nationaux pour que l'on parvienne enfin à une analyse satisfaisante des différents comportements des ménages. Mais il y a loin ici de la coupe aux lèvres.

1. Le tableau de financement des ménages : un instrument d'analyse indispensable bien qu'encore incomplet

On sait que ce tableau résulte du rapprochement de la capacité de financement des ménages, solde de leur compte de capital, du solde de leur compte financier qui, par construction, doit lui être égal.

Il vient donc, au niveau d'un secteur 14-15 des comptes nationaux (ménages et entrepreneurs individuels) :

$$/1/ \quad Eb - FBCF + AJ = Pf - Fn$$

Où Eb est l'épargne brute du secteur, FBCF, le solde du compte de la variation d'actifs non financiers (logements neufs, travaux d'entretien et d'amélioration, acquisitions de logements anciens à des secteurs autres que les ménages, investissements des entreprises

³ *Épargne et crédit, De mystérieuses relations*, avec la participation de Jacques Barraux, Paris, PUF, octobre 2016, 349 pages.

individuelles) ; AJ, un ajustement qui résulte du rapprochement des statistiques réelles et financières dont les sources sont très différentes et de l'existence de certains transferts en capital ; cet ajustement – positif ou négatif – dépasse rarement 1% du revenu disponible brut des ménages ; Pf, les acquisitions nettes des différents types d'actifs financiers (dépôts, livrets, titres, assurance-vie) ; Fn, le flux de nouveaux crédits (investissement, consommation) net des remboursements réalisés au cours de la période.

Soit, en plaçant les ressources dans le membre de gauche de la relation et les emplois dans celui de droite :

$$/2/ \quad \mathbf{Eb + Fn + AJ = FBCF + Pf}$$

Tout en restant dans la logique des comptes nationaux, on pourrait supposer que l'on connaît la décomposition de Fn entre les nouveaux crédits d'une part, NC, et les remboursements du capital effectués en cours de période, Rt, de l'autre.

Soit :

$$/3/ \quad \mathbf{Eb + NC + AJ = Rt + FBCF + Pf}$$

Relation qui permet de bien comprendre que chacun des trois « emplois » des ménages peut, au niveau macro-économique, être financé par l'une ou l'autre des deux « ressources ». Malheureusement, la décomposition de Fn entre NC et Rt n'est qu'exceptionnellement connue et nous serons donc, dans ce qui suit, obligé de nous en tenir le plus souvent à la relation /2/, tout en gardant présent à l'esprit le message que livre la relation /3/⁴. On verra d'ailleurs plus loin que cette relation reste elle-même incomplète et que pour bien saisir les différents mécanismes en cause, il nous faut sortir des conventions de la comptabilité nationale et de la macro-économie pour mettre en évidence

des opérations qui relèvent en fait, non plus de la production, mais de la gestion de patrimoine.

2. Le profil d'évolution des comportements financiers des Européens (1995-2012)

Le **Tableau 1**, réalisé par l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE), est tiré d'un regroupement des statistiques en euros concernant six pays parmi les plus importants de l'Union européenne : Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni (pour ce dernier pays, au cours moyen du change de chaque année).

Les trois premières années de la période sont des années calmes pour la région ainsi considérée : taux d'épargne élevé, faible recours au crédit, placements financiers nettement inférieurs à l'épargne et investissements déjà soutenus, mais se situant à des niveaux encore raisonnables.

C'est à partir de 1998-1999 qu'une première montée en régime du crédit commence à se faire sentir : l'effet dépressif sur l'épargne est net ; entre 1997 et 2000, le reflux de ce taux d'épargne est de plus de trois points de pourcentage. Cet effet est direct en ce qui concerne le crédit à la consommation ; il est immédiat pour le développement du crédit habitat qui, en réduisant le montant de l'apport personnel nécessaire à une opération d'acquisition ou de réalisation de travaux, permet de moins épargner. Si le taux d'investissement ne s'envole pas à cette époque, l'écart entre taux d'épargne et taux de placements financiers se réduit sensiblement ; celui-ci est en effet soutenu par la croissance des crédits associés aux transactions sur les logements anciens. A la différence des crédits aux logements neufs qui sortent du secteur « ménages » pour passer dans celui des « entreprises non financières », les crédits aux logements anciens restent en effet le plus souvent au sein du secteur « ménages », les transactions s'effectuant en grande majorité entre ménages.

⁴ Cette relation a cependant pu être utilisée pour plusieurs pays européens et pour la Zone Euro, dans l'article, « Une nouvelle vision des comportements des ménages », par A.Babeau et F.Charpin, *Revue d'économie financière*, juin 2013, n°110, p. 251.

Une seconde accélération du recours au crédit se produit en 2002 et durera jusqu'en 2007, veille de la crise qui éclatera aux Etats-Unis. Ce recours passe sur la période à quelque 8% du revenu disponible contre 6% les années précédentes. Cette croissance accompagne celle du taux d'investissement qui augmente progressivement de 9,3% en 2002 à près de 11% en 2007.

Ce sont donc bien les transactions sur l'immobilier qui, tout spécialement dans des

pays comme l'Espagne et le Royaume-Uni, sont à l'origine de la formation de la « bulle ». Les placements financiers continuent, quant à eux, de se rapprocher de l'épargne : en 2005 et 2006, ces placements, alors largement financés par les nouveaux crédits (voir le mécanisme évoqué ci-dessus), ne sont plus que d'un point de pourcentage inférieur à l'épargne des Européens dans la région considérée.

Tableau 1 : Financement de six pays européens 1995-2012*

(en % du revenu disponible brut)

Année	Epargne Brute	Flux net de nouveaux crédits	Ajustement	Total ressources	FBCF	Placements financiers	Total emplois
1995	16,3	4,8	0,9	22,0	9,8	12,2	22,0
1996	15,9	5,7	-0,3	21,3	9,5	11,8	21,3
1997	15,2	5,7	0,2	21,1	9,3	11,8	21,1
1998	13,9	6,2	-0,4	19,7	9,5	10,2	19,7
1999	12,8	8,0	-0,2	20,6	9,6	11,0	20,6
2000	12,0	6,3	1,2	19,5	9,5	10,0	19,5
2001	12,9	6,1	1,5	20,6	9,1	11,5	20,6
2002	13,3	7,5	0,4	21,2	9,3	11,9	21,2
2003	13,2	8,1	-0,1	21,2	9,5	11,7	21,2
2004	13,0	8,0	0,3	21,4	9,8	11,5	21,4
2005	12,6	8,6	0,4	21,5	10,0	11,5	21,5
2006	12,4	9,9	-0,2	22,0	10,6	11,4	22,0
2007	12,4	7,5	1,1	20,9	10,9	10,1	20,9
2008	13,3	3,6	-1,3	15,6	10,0	5,5	15,6
2009	14,6	1,9	-1,3	15,2	8,5	6,8	15,2
2010	13,5	3,1	-1,3	15,3	8,6	6,7	15,3
2011	13,0	1,6	-0,3	14,3	8,7	5,6	14,3
2012	12,8	1,2	-0,6	13,4	8,4	5,0	13,4

*DE, ES, FR, IT, NL et UK. Source : Observatoire de l'Epargne Européenne

L'entrée dans la crise en 2008 est tout à fait spectaculaire : baisse brutale du recours au crédit, nette remontée des taux d'épargne, chute progressive des investissements physiques en liaison avec le reflux du crédit et, plus encore, des placements financiers qui sont moins alimentés par les crédits aux logements anciens.

Dans la remontée du taux d'épargne de 2009 et 2010, il est naturellement, en l'état actuel de nos connaissances, impossible de dire ce qui est dû au reflux du crédit et ce qui l'est à l'augmentation des remboursements liés à un passif qui a beaucoup crû depuis le début du siècle.

Deux remarques ici avant de reprendre le cours de notre réflexion sur les comportements des Européens. La première concerne les Etats-Unis. Si, concernant l'épargne des ménages, les travaux économétriques avant et depuis la crise, y ont été plus nombreux qu'en Europe, ils demeurent encore incapables de rendre compte du détail des comportements observés. Avant la crise, il s'agissait de montrer que le fort développement des crédits dans les années 1980 était à l'origine du reflux prononcé du taux d'épargne des ménages⁵. Après la crise, il s'est agi de démontrer que la remontée du taux d'épargne était liée au recul du crédit⁶. Mais, dans les deux cas, en raison de l'inexistence de statistiques concernant les remboursements, il a été en fait impossible de préciser le rôle que leur évolution peut jouer dans la baisse ou la hausse du taux d'épargne. Il est aussi possible, comme on a en fait l'hypothèse⁷, que la majorité des emprunts aux Etats-Unis se produisent fort tard dans le cycle de vie et que, financés par une épargne préalable, ils ne laissent pas de trace dans l'épargne courante.

La seconde remarque a trait à l'ensemble du secteur privé mondial (ménages et entreprises). Les informations le concernant sont évidemment encore plus rares que pour l'Europe et les Etats-Unis. Le **Graphique 1** fait tout de même apparaître, à partir de 2008, une remontée du taux d'épargne mondial du secteur privé nettement plus prononcée qu'en Europe. On ne possède malheureusement pas à ce niveau d'informations sur les placements financiers de ce secteur, ni sur les nouveaux

crédits accordés aux ménages et aux entreprises, mais, s'agissant de ces derniers, on peut penser qu'ils ont fortement reculé au

même titre que les investissements dont le reflux a été universel : on a donc là, au niveau mondial, une nouvelle illustration de l'influence exercée sur le taux d'épargne par les changements de régime du recours au crédit, qu'il s'agisse ici des ménages ou des entreprises : leur taux d'épargne a remonté à partir de 2008 en réponse à l'effondrement du recours au crédit.

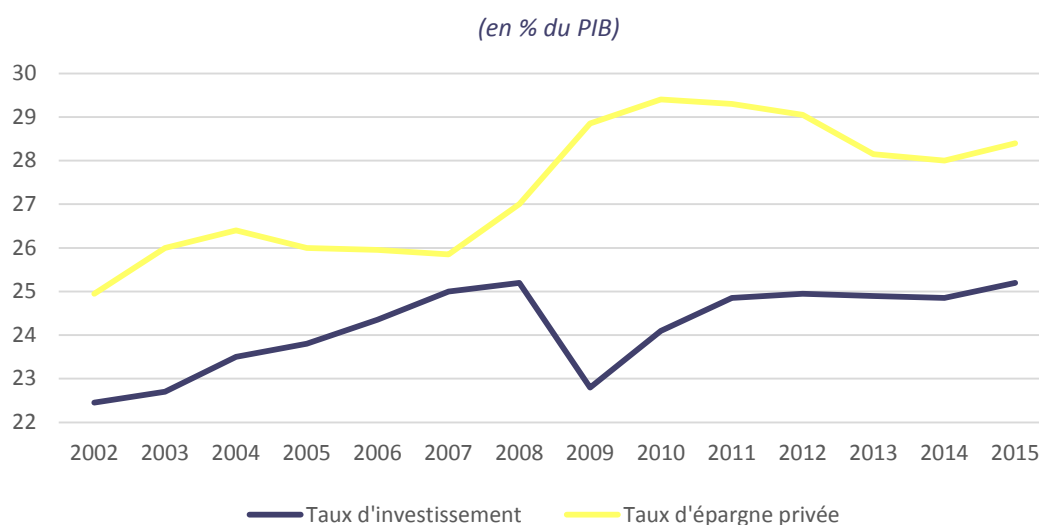
Revenons maintenant au comportement des Européens. On peut essayer de franchir ici, avec prudence, une étape supplémentaire dans l'analyse en remplaçant, comme le fait apparaître la relation /3/, le flux de nouveaux crédits net de remboursements d'emprunts par des estimations de nouveaux crédits, d'un côté, et de remboursements, de l'autre. C'est, pour les deux années 2007 et 2011, et l'ensemble des pays de la Zone Euro, ce que fait apparaître le **Tableau 2**. Le contraste entre ces deux années est aussi spectaculaire que dans le **Tableau 1** qui ne concernait que six pays de l'Union européenne. Très fort recul des nouveaux crédits, variable très volatile (de 18 à moins de 13% du revenu), mais baisse plus modérée des remboursements (de 13,6 à 11,5%) dotés d'une assez grande inertie. Le recul de la FBCF de plus de deux points de pourcentage marque bien l'éclatement de la « bulle » immobilière, cependant que l'effondrement des placements financiers fait bien ressortir leur dépendance à l'égard des nouveaux crédits.

⁵ Pour l'ensemble des pays de l'OCDE, il faut mentionner l'importante étude de T. Jappelli et M. Pagano, « Saving, Growth and Liquidity Constraints », *Quarterly Journal of Economics*, vol.CIX, n°1, février 1994.

⁶ Pour les seuls Etats-Unis, on peut faire référence à l'étude de la Federal Reserve Bank de Boston, « US Household Deleveraging: What Do the Aggregate and Household-Level Data Tell Us? », *Public Policy Briefs*, vol.II, n°12, pages 1 à 21.

⁷ *Epargne et crédit, De mystérieuses relations*, Paris, PUF, 2016, p. 277-278.

Graph. 1 : Taux d'investissement et taux d'épargne privée (monde)



Source : Datastream, Natixis

Tableau 2 : Financement des ménages en Zone Euro en 2007 et 2011

(secteur 14+15, en % du RDB)

Année	2007	2011
Ressources		
Epargne brute	14,2	13,2
Nouveaux crédits	18,0	12,6
Ajustement	0,3	0,2
Total ressources	32,5	26,0
Emplois		
Remboursements	13,6	11,5
FBCF	11,4	9,2
Placements financiers	7,5	5,3
Total emplois	32,5	26,0

Source : André Babeau et Françoise Charpin, *Revue d'économie financière*, juin 2013, p. 251

Cette rupture de régime sur les flux dans la Zone Euro n'a évidemment pas été sans conséquence sur les stocks. La base de données d'Eurostat ne permet malheureusement pas de suivre l'évolution du patrimoine non financier des ménages, sans

doute parce que certains pays de la Zone Euro ne publient pas encore régulièrement d'informations à ce sujet. Il aurait pourtant été intéressant de pouvoir préciser le rôle des évolutions de prix des logements (souvent à la

baisse⁸) dans ce qui a dû être un ralentissement assez net de la croissance de cette partie du patrimoine des ménages. Mais le **Tableau 1** fait aussi apparaître, pour l'ensemble des six pays concernés, une nette diminution des flux d'investissement, du moins à partir de 2009, ce qui a dû également contribuer à freiner la croissance du patrimoine immobilier.

S'agissant du patrimoine financier pour lequel la série est disponible depuis 2007 et jusqu'à 2015, 2008 fait apparaître un violent reflux (-10,5%, 23 537 milliards d'euros fin 2008 contre 26 287 milliards fin 2007, pour 18 pays de la Zone Euro), reflux dû certes pour une part à la baisse des placements financiers (voir aussi **Tableau 1**), mais surtout au choc boursier qui a partout réduit fortement la valeur des portefeuilles : les grands indices ont ainsi terminé l'année 2008 en repli de 25 à 45%.

Enfin, en ce qui a trait au passif des ménages, on assiste dès 2008 à un ralentissement de sa croissance à 3,5% (6246 milliards d'euros contre 6034 milliards en 2007), alors que la croissance moyenne des années 2002-2007 devait probablement être de l'ordre de 6 à 7%⁹. Mais cette croissance continue de s'affaiblir au cours des années suivantes (voir **Tableau 1**, la baisse du flux de nouveaux crédits nets de remboursements qui ne reste plus que faiblement positif) et, sur la période 2010-2015, c'est pratiquement à une stagnation de ce passif que nous assistons (0,2% de croissance annuelle moyenne). C'est bien sûr contre cette stagnation que la BCE a voulu lutter avec ses politiques non conventionnelles : il s'est agi, on le sait, d'une part, d'alimenter la liquidité des banques pour les encourager à prêter, d'autre part, de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux

modérés par des achats de titres pour inciter les emprunteurs.

Revenant au cours principal de notre réflexion, il faudra, au-delà des estimations utilisées dans le **Tableau 2**, franchir une dernière étape qui nous conduira hors comptabilité nationale. Les opérations des ménages sur les logements ne se limitent pas en effet à la réalisation de travaux et à l'acquisition de logements neufs (ce à quoi correspond principalement la FBCF), mais concernent aussi les acquisitions de logement anciens qui, ayant lieu entre unités du secteur ménages, n'apparaissent pas dans les comptes nationaux ; il en est de même des terrains qui ne sont pas des actifs « produits ». La proportion logements neufs/logements anciens varie beaucoup d'un pays à l'autre. Dans un pays comme la France, cette proportion dans les flux annuels des transactions est souvent, en nombre de logements, de l'ordre de trois quarts pour les logements anciens et d'un quart pour les logements neufs. En Espagne, dans les années euphoriques précédant l'éclatement de la bulle immobilière, la proportion de logements neufs atteignait presque 90% du nombre de transactions.

Pour la France, le CGEDD fournit une estimation de l'« Activité Immobilière » (AI) des ménages qui inclut donc la FBCF, mais aussi les transactions sur les logements anciens (y compris terrains) et la valeur des terrains sous-jacents aux logements neufs. La différence entre la FBCF et l'« Activité immobilière » n'est, dans les relations comptables ci-dessus, financée ni par l'épargne courante, ni par les nouveaux crédits (encore que dans les nouveaux crédits habitat, on trouve les crédits associés aux achats de logements anciens). Elle fait appel à une troisième source de financement qui a son origine dans l'épargne antérieurement constituée par les ménages (Epargne préalable = Ep) qui forme souvent la plus grosse part des apports personnels requis.

⁸ La base de données d'Eurostat ne fournit pas l'évolution du prix des logements occupés par les ménages que depuis 2010. Dans un pays comme l'Espagne, les prix des logements (neufs et anciens, il est vrai) ont baissé de 34% entre 2008 et 2013 (European Mortgage Federation).

⁹ La base de données d'Eurostat ne fournit malheureusement pas ici d'informations pour les années antérieures à 2007.

Il s'agit là d'une de ces opérations de gestion de patrimoine à laquelle la comptabilité nationale, centrée sur les opérations de production, ne s'intéresse pas.

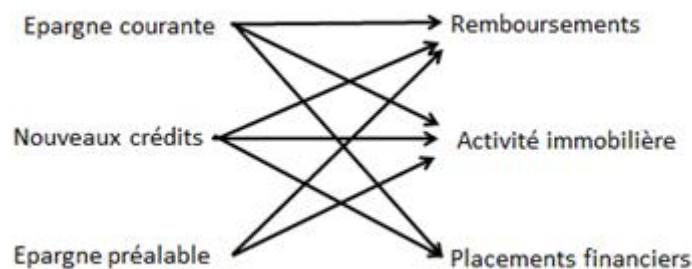
On peut donc écrire une nouvelle relation faisant apparaître, en emplois, l'« Activité immobilière » (AI) et, en ressources, l'Épargne préalable (Ep) mobilisée à l'occasion des différents opérations de cette activité.

$$/4/ \quad \mathbf{Eb + Nc + Ep + AJ = Rt + AI + Pf}$$

L'analyse devient donc plus complexe puisque, pour préciser les emplois de l'épargne courante, des nouveaux crédits et de l'épargne préalable, il faut connaître, à partir de chacune de ces trois « ressources », les modes de financement des remboursements, de l'« activité immobilière » et des placements financiers conformément au **Graphique 2** ci-dessous.

Graph. 2 : Décomposition de l'emploi de chacune des trois ressources des ménages

(ou, alternativement, du financement de chacun de leurs trois emplois)



N.B : dans le graphique ci-dessus, l'Épargne préalable ne peut financer les placements financiers puisqu'elle est issue de leurs encours. Les nouveaux crédits considérés sont, pour partie, de « faux » nouveaux crédits pour leur part qui financent des remboursements (par exemple, dans le cas de renégociations).

Pour simplifier ce graphique, on a fait l'hypothèse que les nouveaux crédits à la consommation étaient affectés principalement aux biens durables qui, eux-mêmes, pouvaient être considérés comme des investissements (voir cette convention aux USA) et donc simplement ajoutés à l'activité immobilière. Une version plus complète de ce graphique fait intervenir en ressource, non pas l'épargne courante, mais le revenu disponible brut,

cependant que la consommation (biens durables et biens fongibles) apparaît dans les emplois. Cette présentation permet alors la décomposition des nouveaux crédits entre la consommation et l'investissement et l'affectation des nouveaux crédits à la consommation à l'agrégat de la consommation lui-même.

Aucun pays au monde, à notre connaissance, ne possède aujourd'hui l'ensemble des informations nécessaires pour procéder à une telle ventilation. Il y faudrait une étroite collaboration des banques centrales et des instituts statistiques pour gérer des enquêtes lourdes.

Globalement, qu'il s'agisse de l'Union européenne ou de la Zone Euro, l'évolution du

recours au crédit est apparue depuis 1995, comme le facteur majeur de l'évolution des comportements financiers des ménages. Cela aurait sans doute été encore plus évident dans le cas des Etats-Unis si nous avions pu nous procurer les données nécessaires pour conduire une telle analyse ; mais il n'y existe à notre connaissance aucune information aisément accessible sur les nouveaux crédits et les remboursements.

Toutefois, même dans la seule Union européenne, les comportements financiers des ménages sont très différents d'un pays à l'autre et on va voir que, là encore, le niveau de recours au crédit est le facteur le plus discriminant de ces comportements.

3. Des comportements financiers très différents en Europe d'un groupe de pays à l'autre et qui se distinguent, pour beaucoup, par leur niveau de recours au crédit

Pour faire apparaître les différences de comportement des ménages dans les pays européens, nous avons choisi l'année 2007, veille de la crise des « Subprime » aux Etats-Unis qui s'est très rapidement étendue à toute la planète.

Les « démonstrations » viendront plus tard ; contentons-nous ici de « montrer » les différences énormes de comportements qui existent entre six pays : trois au taux d'épargne élevé en 2007 et trois avec un taux d'épargne faible, voire très faible. Cette situation était d'ailleurs déjà, grosso modo, celle qu'on pouvait observer au cours des années antérieures.

Ces deux groupes de pays s'opposent point par point. En Allemagne, en France et en Italie, aux taux d'épargne élevés sont associés des recours modérés aux crédits qui restent très inférieurs aux taux d'épargne : les remboursements dépassent même en Allemagne le montant des nouveaux crédits. Pourtant, la FBCF (en l'absence de recours possible à l'« Activité immobilière ») se situe pour les trois pays à un niveau assez élevé. On y observe des montants de placements financiers très en retrait par rapport aux taux d'épargne. La conjecture que l'on peut formuler pour ce premier groupe de pays est que le taux d'épargne y est élevé, entre autres facteurs, non seulement parce que le recours au crédit y est modeste, mais aussi parce que les remboursements, situés assez tôt dans le cycle de vie, contribuent à y gonfler l'épargne courante.

Tableau 3 : Financement des ménages dans six pays européens en 2007

(en % du RDB des secteurs 14+15)

Pays	Allemagne	France	Italie	Portugal	Norvège	Royaume-Uni
Ressources						
Epargne brute	17,1	15,1	15,5	7,0	6,8	2,2
Flux net de nouveaux crédits	-0,3	7,3	5,9	10,1	18,4	13,8
Ajustement	3,2	-0,4	-3,5	1,7	-1,7	2,1
Total ressources	20,0	22,0	17,9	18,8	23,5	18,1
Emplois						
FBCF	9,1	10,4	11,4	8,3	12,8	10,3
Placements financiers	10,9	11,6	6,5	10,5	10,7	7,8
Total emplois	20,0	22,0	17,9	18,8	23,5	18,1

Source : *Observatoire de l'Épargne Européenne*

Le groupe des pays à faible épargne – Portugal, Norvège, et Royaume-Uni – fait apparaître au contraire des taux de recours au crédit très élevés, correspondant à des multiples du taux d'épargne. Les placements financiers sont, de leur côté, supérieurs, voire très supérieurs, au taux d'épargne. A l'avenir, l'apparition de telles situations devrait déclencher systématiquement l'intervention des autorités de contrôle et des organismes responsables de la stabilité financière : en 2008, le retournement brutal de la situation dans ces trois pays – et surtout en Norvège et au Royaume-Uni – a en effet constitué une secousse d'une telle ampleur que leur économie a mis plusieurs années à retrouver son équilibre. L'hypothèse que l'on peut formuler à l'égard de ce second groupe de pays est que leur taux d'épargne est faible, entre autres facteurs, non seulement en raison de l'effet dépressif d'un fort recours au crédit, mais aussi du fait que les remboursements y interviennent tard dans le cycle de vie et sont souvent financés par de l'épargne préalable (voir ci-contre cette hypothèse déjà formulée pour les Etats-Unis).

Les autres pays européens étaient, en 2007, dans des situations intermédiaires par rapport aux deux groupes qui viennent d'être décrits : l'Autriche et la Belgique, très proches du premier de ces groupes. La Suède, la Finlande et l'Espagne, plus proches au contraire du second. Enfin, reconnaissons que les Pays-Bas entrent mal dans notre grille d'analyse avec un taux d'épargne élevé, mais, en même temps, un recours fort important au crédit.

Dans tout ce qui précède, nous avons tenté de montrer que l'étude des comportements financiers des ménages restait très pauvre si l'on se limitait à un simple commentaire de l'évolution de leur taux d'épargne. Mais, chemin faisant, on a bien senti que nous nous référiions parfois à des données fragiles. Au demeurant, notre démarche reste inaboutie puisque nous ne sommes pas parvenus à décomposer l'épargne et les nouveaux crédits des ménages entre leurs différents emplois. Symétriquement, on continue donc d'ignorer comment, précisément les ménages financent

leurs remboursements ou leurs opérations immobilières. Certes, dans un pays comme la France, de premières indications existent ici ou là, mais elles restent très insuffisantes¹⁰.

De façon générale, les perspectives de progrès des connaissances dans le domaine concerné par les développements ci-dessus ne sont guère encourageantes. Economistes et journalistes continuent le plus souvent de commenter, « à l'ancienne », l'évolution du seul taux d'épargne. Qu'il s'agisse d'ailleurs de macro ou de micro-économie, les manuels ne mentionnent encore qu'exceptionnellement les crédits aux ménages et ne soufflent évidemment mot de leurs remboursements, alors qu'on ne peut plus guère soutenir à présent qu'il s'agit là de variables subalternes. C'est une question de génération... Il faudra sans doute attendre la suivante et, bien sûr, la publication d'informations enfin pertinentes. Celles qui sont aujourd'hui communiquées par les banques centrales demeurent très incomplètes pour conduire les analyses nécessaires ; c'est pourtant d'elles que devrait venir un premier pas en avant (notamment, en publiant des séries longues, de « vrais » remboursements, c'est-à-dire de remboursements excluant les « rachats et renégociations »). Il y faudra en Europe peut-être un lustre.

Enfin, les établissements de crédit eux-mêmes ne sont nullement enclins à communiquer à l'extérieur les informations qu'ils détiennent en matière de comportements de remboursement de leurs clients : il s'agit là en effet d'un champ où se déploient différents types d'actions commerciales. Pour commencer à connaître ces comportements, il faudra donc que les instituts de statistique, en liaison avec les banques centrales, réalisent en Europe des enquêtes lourdes auprès des ménages endettés, avec utilisation des documents contractuels. Cela ne se fait pas en quelques mois. Donnons-nous rendez-vous dans une petite décennie.

¹⁰ Voir sur ce point, André Babeau, « Les remboursements d'emprunts dans l'épargne des ménages », *Revue d'économie financière*, juin 2015, n°118.

Italians are no Longer Bond People

Lea Zicchino, Prometeia, Andrea Alemanno, Ipsos Italia

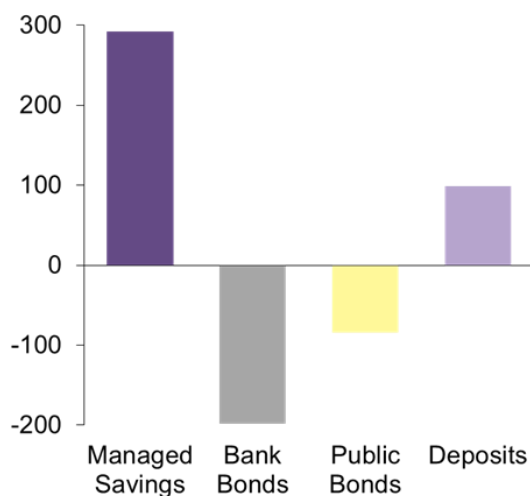
Intermediaries that offer management services, financial intermediation and insurance coverage to households are facing considerable potential for growth. The scenario on the financial markets still favours managed assets and there are opportunities for growth for those customer segments that to date, as a result of the uncertainty and low interest rates, do not currently hold any form of investment. To this can be added significant potential for advisory services relating to the various spheres of household needs (not only financial).

In the past three years, Italian households have invested a total amount of almost € 300

billion in managed assets while they have reduced their portfolio share directly invested in debt securities (public and banking alike), because of their low profitability, the reduced funding requirements of banks and the changes in regulations (Fig. 1). The Prometeia-Ipsos survey presented in the first edition of *Wealth Insights* demonstrated that this stems from changes in the behavior of savers who exhibit more demand for the services of professional fund managers and are aware of the importance of diversifying their investments and managing the risks of their portfolios (Fig. 2).

Financial investments of households in the principal instruments in 2013-2016
(cumulative total in € billion)

Fig. 1

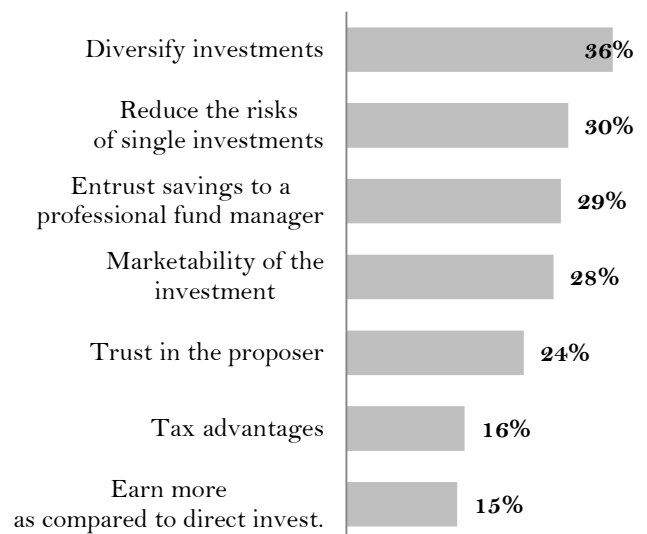


(*) Mutual funds, Mandates, Life insurance policies and Pension funds

Source: processing and estimates by Prometeia on data provided by Banca d'Italia, ECB, Assogestioni, Assoret

Reason behind the choice of managed assets
(percentage of households)

Fig. 2



Basis: holders of at least one managed asset fund
Source: Survey conducted by Prometeia – Ipsos

Over the current three-year period, conditions on the financial markets should continue to favour household investments in managed assets. The growth of the global economy (+3.2% GDP on average in 2017-2019) will not follow a similar trend in Italy (expected growth below 1%) and European interest rates should remain historically low, even if they will tend to rise thanks to the effect of reduced monetary stimulus. This will continue to encourage households to decrease their direct investments in debt securities in favour of managed assets that at the beginning of 2017 gained greater momentum compared to the final months of 2016, thanks to recovering stock markets and to positive expectations on economic growth. And this trend will also be supported by banks supply policies that should continue to favour asset management activities to support profitability and by the strengthening of the operational capability of networks of financial consultants and the postal channel.

Thanks to the increase in savings, net cash inflows in managed assets will remain high (at around € 215 billion cumulated in 2017-2019) though lower than in 2014-2016 owing to the greater caution in savers portfolio choices as well as the gradual reduction of the pool of assets under custody that have been redirected towards managed savings products by banks over the past couple of years.

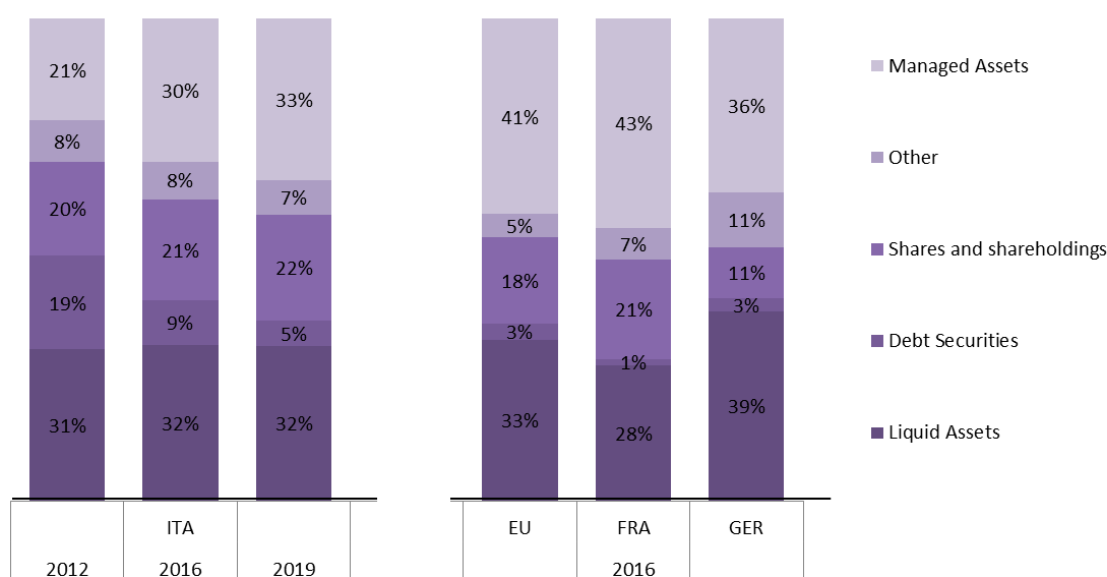
By the end of 2019, managed assets could make up one third of the financial portfolio of households and debt securities could fall to around 5.5% of the total, only slightly above the average share for households in the Euro area (3.4% at the end of 2016).

This seems compatible with a higher preference of Italian households for investment in government bonds (Fig. 3).

In the past few years, and particularly in 2016, Italian households allocated a

Composition of the financial portfolio of households
(percentage values)

Fig. 3



Managed savings: Mutual funds, Policies and Pension Funds in the portfolios (net of the employee leaving indemnities)
Source: Prometeia Forecast Report (mar-17), processing and estimates by Prometeia on data provided by National Central Banks, Assogestioni, Covip, Ania and ECB

significant part of their savings to liquidity. The chiefly precautionary function of savings coupled with the low interest rates and low appetite for risk have in actual fact favoured portfolio liquidity, so that some household segments retain a lower share of asset management products and protection instruments than what might be expected. According to the data from the Prometeia-Ipsos survey, 13% of the market, made up of 2.5 million financial units, currently exclusively holds a deposit of sorts - despite having sufficient financial availability to invest in financial assets - but is not “averse” to the proposals of intermediaries (65% would rely on a consultant for their financial choices, as compared to 69% of investors) or to investments (15% would be inclined to invest over the coming months). Based on our estimates conducted on data provided by Bank of Italy, the financial wealth of this customer target group would amount to approximately € 360 billion and, in the event of portfolio allocation in line with that of investors in the same wealth cluster, the investment potential could be at around € 240 billion (Fig. 4). While these estimates should be considered with some caution, there is a large group of non-investors that could be “accompanied” in the investment world and supported in their choices.

In this context, the role played by intermediaries is crucial even if technological development is providing investors with greater opportunities for autonomy. Indeed, the remote management of banking activities

is becoming a regular tool to simplify and facilitate operations, and a segment of Italian households, albeit still a small one, is showing signs of opening up towards robo-advisory services. Nevertheless, very few savers, even those who are more informed, feel able to identify the most appropriate investment for them and, in the management of complex operations, human relationships are still strongly valued, suggesting that the future of the relationship between intermediary and saver lies in the integration of the best technology has to offer with personal relations (Fig. 5-6).

Household demand for advisory services is also very strong – current spreading could more than double if it was possible to reach out to the households that express an interest in this sense – and it does not only apply to the sphere of financial investments but also specialised services, the diffusion of which could even quadruple (Fig. 7). For instance, the interest in an advisory service comprising the management of real estate assets is mentioned by more than 30% of interviewees and the screening of the insurance coverage requirements by 20% of interviewees.

These are interesting opportunities, given that households declare that they are not averse to the possibility of remunerating wealth management services; to the contrary, one family in two would be willing to pay to receive a service able to support its choices relating to savings, investments and protection.

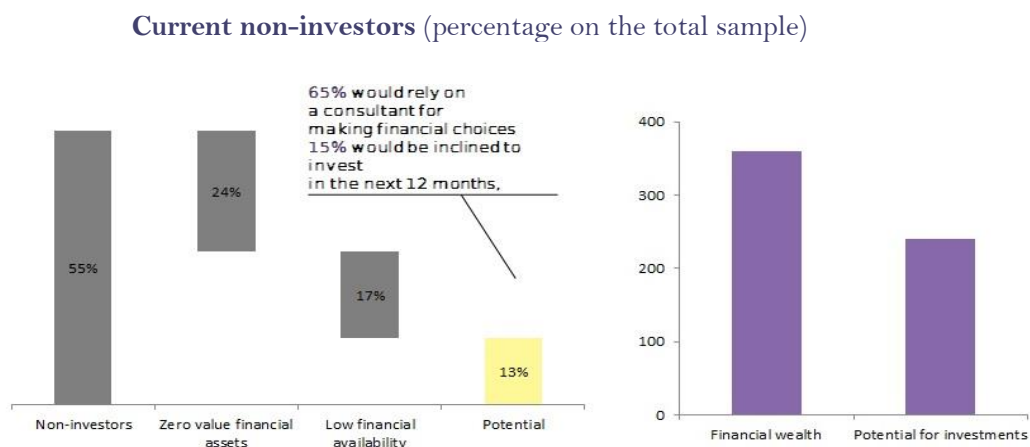
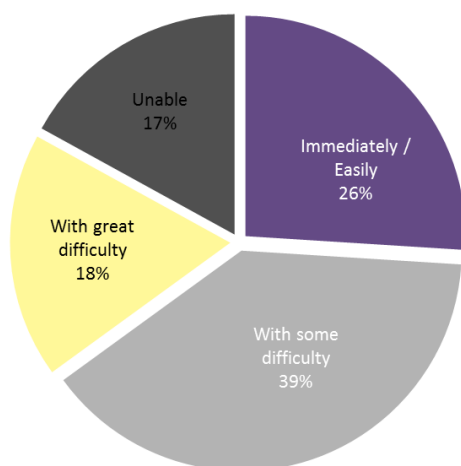


Fig. 4

Fig. 5

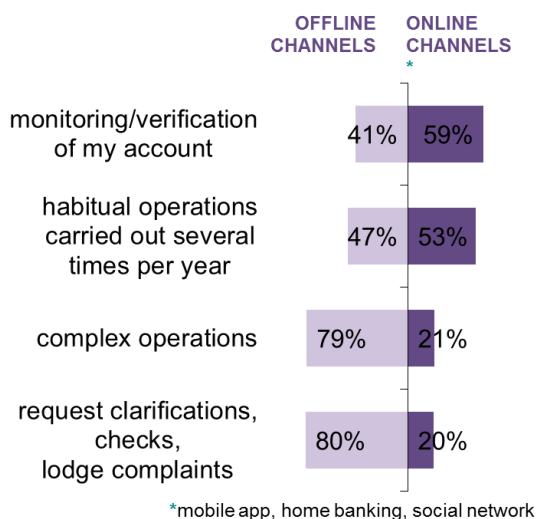
Ability to identify the investment most suited to personal needs
(percentage composition of answers)



Basis: Total sample
 Source: Survey conducted by Prometeia

Fig. 6

Preferred channel for engaging in activities with banks
(percentage composition of answers)



Current and prospective diffusion of wealth management services
(percentage of interviewees)

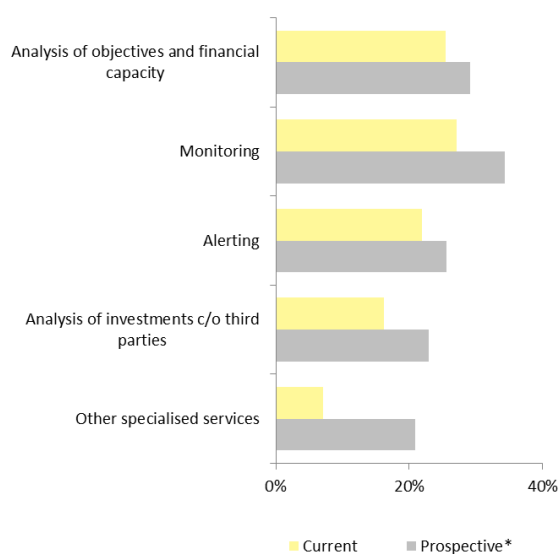


Fig. 7

Basis: Holders of investment or accumulation products (*)
 Interviewees that expressed interest
 Source: Survey conducted by Prometeia - Ipsos

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.

