

OEE

Cross Border European Savings Products Forum

Luxembourg, November 28, 2002

Understanding European savings patterns

André Babeau
Professor Emeritus, University of Paris-Dauphine
President of the OEE's Advisory Committee

SUMMARY

1. De fortes hétérogénéités dans les comportements d'épargne et d'endettement des Européens
2. Des montants de patrimoine parfois très différents et dont le rythme de croissance va ralentir
3. Une composition des patrimoines financiers encore très contrastée d'un pays à l'autre, malgré certaines évolutions parallèles
4. A moyen et long terme, des motivations d'épargne largement communes

*

*

*

Les comportements financiers des ménages constituent un domaine moins bien connu qu'on ne le pense d'habitude. L'harmonisation des comptabilités nationales, facilitée par l'introduction en 1999 du nouveau Système Européen de Comptes, devrait tout de même nous permettre d'approfondir nos connaissances en la matière au cours des prochaines années.

Y-a-t'il un comportement relativement homogène des épargnants en Europe ? Quelles sont les disparités de richesse entre pays ? Les compositions de patrimoine dans les différents pays ont-elles tendance à se rapprocher ? C'est à ces trois grands groupes de questions que nous voudrions tenter d'apporter des réponses.

1. De fortes hétérogénéités dans les comportements d'épargne et d'endettement des Européens

Pour tenter de répondre à cette question, il faut utiliser un cadre d'analyse à la fois large et précis : nous proposons, en ce qui concerne les flux annuels, de faire correspondre aux ressources financières des ménages – revenu et nouveaux crédits - l'ensemble des emplois de ces ressources – consommation finale, remboursement des emprunts, investissements physiques (principalement dans le logement) et placements financiers (tableau 1). En utilisant la définition de l'épargne en comptabilité nationale, on simplifie la relation d'équilibre : l'épargne et les nouveaux crédits apparaissent comme les modes de financement alternatifs des trois emplois que sont le remboursement des emprunts, la formation de capital fixe et le flux nouveau de placements financiers (tableau 2).

1.1 Du côté des ressources financières, un « cocktail » variable d'épargne et de crédits

En rapportant ces différents grandeurs au revenu disponible des ménages, on obtient des « taux » dont certains nous sont déjà bien connus. Par exemple, les taux d'épargne bruts et nets de la consommation de capital fixe (tableau 3). Les pays du nord de l'Europe, Royaume-Uni, Danemark, Finlande et Suède apparaissent comme des pays à taux d'épargne assez faible. La Belgique, les Pays-Bas, l'Allemagne, la France et même l'Italie sont au contraire comme des pays à taux d'épargne élevé. Entre ces deux groupes des pays à taux d'épargne intermédiaire : l'Espagne, le Portugal. De façon générale, **ces taux ont connu sur la période 1995-2000 une sensible baisse**, sauf en Allemagne et en France. S'il fallait privilégier un facteur explicatif de cette évolution, il faudrait mentionner le développement du recours au crédit. 2000 semble avoir plutôt constitué un « point bas » des taux d'épargne, à partir duquel **un certain rebond est apparu** dans des pays comme les Pays-Bas, le Royaume-Uni et même, bien que dans une moindre mesure, l'Allemagne¹. En revanche, dans des pays comme l'Italie et la Belgique, la tendance à la baisse semble s'être poursuivie.

S'agissant du recours au crédit, la bonne variable à observer – on l'a vu (tableau 2) - est le **montant des nouveaux crédits accordés aux ménages au cours d'une année donnée**. Mais cette variable n'est généralement pas donnée dans les comptes nationaux où ne figurent que les variations de passif. Toutefois des estimations de ces « nouveaux crédits » peuvent être faites : dans certains pays (Royaume-Uni, Danemark, Espagne et même Pays-Bas), il en résulte que, déjà depuis plusieurs années, le montant des nouveaux crédits accordés excède nettement celui de l'épargne brute des ménages ; dans d'autres pays au contraire (Italie), ce

¹ Ce « rebond » en 2001 apparaît également de façon globale pour la zone euro (secteurs 14 et 15) pour laquelle la BCE (Bulletin mensuel, octobre 2002, page 53 de la partie statistique) donne l'évolution suivante du taux d'épargne brute des ménages (en % du revenu disponible brut) :

1997	16,3
1998	15,2
1999	14,5
2000	14,1
2001	14,5

montant ne dépasse pas la moitié de l'épargne brute ; enfin des pays comme l'Allemagne et la France sont, à cet égard, dans une situation intermédiaire.

1.2 Du côté des « emplois », à une formation de capital assez stable s'ajoutent des montants de placements financiers variables dans le temps et l'espace ; mais le remboursement des emprunts est souvent « l'emploi » le plus important

Du côté des « emplois », le **taux d'investissement** (logement et entreprise individuelle) est probablement la variable le plus souvent citée : les disparités entre pays sont ici plutôt moindres qu'entre taux d'épargne (tableau 4), comme si les ménages dans les différents pays devaient consacrer une proportion assez voisine de leur revenu à la croissance, au renouvellement et à l'entretien du parc résidentiel qu'ils possèdent. Certains écarts peuvent d'ailleurs s'expliquer par des différences institutionnelles, comme par exemple, le rôle des coopératives de logements en Suède et en Finlande. Ces taux d'investissement sont naturellement à peu près partout moins élevés que dans la période construction de l'après-guerre, mais ils apparaissent comme assez stables au cours de la décennie 1990.

Le **taux de placements financiers** est le rapport au revenu disponible du flux de nouveaux placements de l'année considérée. Il s'agit d'une variable qui peut connaître, d'une année à l'autre, d'assez fortes fluctuations. Néanmoins en moyenne, dans presque tous les pays, ce ratio a été également assez stable au cours de la décennie 1990 et à un niveau supérieur à celui du taux d'investissement (tableau 5) : on verra d'ailleurs plus loin que la part du patrimoine financier des ménages dans leur patrimoine total s'est à peu près partout accrue.

Mais, dans plusieurs pays européens, le principal emploi des ressources financières des ménages n'est ni leur formation de capital, ni même leurs placements financiers, mais bien le **remboursement des emprunts**. Des estimations faites pour plusieurs pays montrent que ce devrait être le cas au Royaume-Uni et au Danemark : dans ces pays, le montant des remboursements dépasse celui de l'épargne ; il est donc clair qu'indépendamment des renégociations de prêts à l'habitat en période de baisse des taux une partie des crédits y sert en fait... à rembourser des crédits. Dans de tels cas, il n'est cependant pas certain que l'on soit dans une situation spécialement instable : le montant élevé des remboursements conduit, même en présence d'un fort recours aux crédits nouveaux, à une variation de passif qui reste modérée et donc à des charges d'intérêt qui peuvent rester sous contrôle. Dans un pays comme la France, le poids des remboursements est un peu moins important : il dépasse tout de même les deux tiers de l'épargne brute des ménages.

Au total, on observe donc en Europe du côté des « ressources financières » une assez large dispersion des comportements, qu'il s'agisse des montants d'épargne ou du recours au crédit. Dans le court terme, certains taux d'épargne peuvent remonter dans des pays comme le Royaume-Uni et le Danemark, notamment parce que la croissance des patrimoines financiers va beaucoup moins bénéficier que précédemment de plus-values actions. Mais, à moyen et long terme, si un rapprochement devait intervenir dans ce domaine entre pays européens, il se ferait plutôt avec une baisse du taux d'épargne et un recours au crédit plus important des pays qui ont encore aujourd'hui un taux d'épargne élevé.

Nous avons commencé à parler de la dynamique des patrimoines en Europe ; il nous faut certainement être plus explicite à ce sujet.

2. Des montants de patrimoine parfois très différents et dont le rythme de croissance va ralentir

Les patrimoines financiers font maintenant l'objet de mesures assez fiables ; cela est malheureusement encore rare en ce qui concerne les patrimoines non financiers.

2.1 Des montants de patrimoine financier par tête encore très différents d'un pays à l'autre

Nos sources les plus solides concernent les **patrimoines financiers**, bien que, d'un pays à l'autre, la façon dont sont prises en compte les entreprises non cotées – souvent propriété des ménages – pose de sérieux problèmes. Sous cette réserve et en effectuant certaines corrections aux données publiées pour 6 pays européens à la fin de l'année 2000, nous mettons déjà en évidence de fortes disparités dans les patrimoines financiers par habitant (tableau 6) : le montant observé en Belgique et aux Pays-Bas est ainsi près de trois fois supérieur à celui qui ressort pour l'Espagne, montant qui a pourtant beaucoup augmenté entre 1995 et 2000. L'explication, on le verra plus loin, réside pour beaucoup dans l'importance des créances que possèdent les Néerlandais sur les fonds de pension et dans le développement du portefeuille de valeurs mobilières des Belges. De ce tableau, trois groupes de pays se dégagent nettement : un groupe de pays à patrimoine élevé (Belgique, Pays-Bas et Royaume-Uni), un groupe à patrimoine intermédiaire (France, Italie, Allemagne) et un groupe à patrimoine nettement plus faible où l'on trouverait probablement, outre l'Espagne, le Portugal et la Grèce.

De façon générale, **les patrimoines financiers par tête ont crû très vite en Europe au cours de la seconde moitié des années 1990** : en raison à la fois de placements financiers importants, mais aussi et dans certains pays surtout de plus-values substantielles sur les portefeuilles d'actions (Royaume-Uni), le rythme moyen de croissance a été en effet de l'ordre de 9% par an, alors que l'augmentation du revenu disponible a été plutôt inférieure à 4%. Mais, depuis la seconde moitié de 2000, les choses ont commencé de changer : dans certains pays, la croissance du patrimoine financier a été stoppée en 2001 du fait du mauvais comportement des marchés boursiers ; dans d'autres, le patrimoine financier a même régressé.

Au cours des prochaines années, on peut prévoir **un net ralentissement de la croissance de ces patrimoines financiers** malgré le maintien de placements assez importants : c'est que les indices boursiers ne retrouveront pas le rythme exceptionnel de croissance des années 1997-1999. Les patrimoines financiers par tête pourraient alors croître à un rythme annuel moyen compris entre 5 et 6%, ce qui serait d'ailleurs encore supérieur à l'augmentation du revenu disponible par tête.

2.2 Des écarts un peu moindres entre les patrimoines totaux par tête

Il est évidemment tentant d'élargir le diagnostic à l'ensemble du patrimoine des ménages en intégrant donc le patrimoine non financier. Il s'agit d'un domaine dans lequel les comptabilités nationales sont encore peu développées. Néanmoins, pour quatre pays européens, nous avons pu obtenir des évaluations du **patrimoine résidentiel** qui forme l'écrasante majorité du patrimoine non financier. En additionnant patrimoine financier et patrimoine résidentiel, nous sommes donc parvenus à un patrimoine qui est « presque » total

(tableau 7). Il est intéressant d'observer que l'écart entre le Royaume-Uni et les trois autres pays est moindre qu'en ce qui concerne les seuls patrimoines financiers, comme si la prise en compte des patrimoines résidentiels opérait certaines compensations : on observe en effet (tableau 8) que la part du patrimoine résidentiel dans le patrimoine total est nettement moins importante au Royaume-Uni que dans les trois autres (moins de 40% du total contre une moyenne proche de 50% pour les trois autres). Cependant, cette part a quelque peu crû entre 1995 et 2000 au Royaume-Uni en raison de hausses de prix assez fortes, alors que dans les trois autres pays, le patrimoine financier a augmenté plus vite que le patrimoine résidentiel.

A l'avenir, **la croissance du patrimoine total des Européens devrait sans doute un peu moins ralentir que celle du seul patrimoine financier** car, d'une part, la formation nette de capital devrait rester assez stable, d'autre part, en l'absence d'éclatement violent de « bulles immobilières », les plus-values réelles pourraient continuer d'être non négligeables.

Au total, le patrimoine – brut ou net du passif – pourrait bien, contrairement à la « règle d'or » des économistes, continuer de croître plus vite que le revenu des ménages².

3. Une composition des patrimoines financiers encore très contrastée d'un pays à l'autre, malgré certaines évolutions parallèles

La composition des patrimoines financiers des Européens apparaît encore comme très variable d'un pays à l'autre, mais tous les pays européens ont cependant enregistré une progression des actifs à risque entre 1995 et 1999, suivie d'un retour sur des produits « sécuritaires » depuis le milieu ou la fin de 2000. En perspective historique, la période 1995-1999 apparaît à plusieurs égards comme exceptionnelle. Une inflexion profonde s'est ensuite produite dans les comportements en raison du retournement des marchés boursiers du début de l'année 2000.

3.1 1995-1999 : une période à plusieurs égards exceptionnelle

Sur six pays européens, la part des dépôts bancaires autres que les moyens de paiement a perdu plus de 7 points de pourcentage entre 1995 et 2000 (tableau 9) ; de même, le poids relatif des obligations a régressé de près de 4 points, largement en raison des efforts fait par les Etats pour satisfaire aux critères du Traité de Maastricht. En sens inverse, le poids relatif des portefeuilles « actions » s'est accru de près de 7 points ; celui des mutual funds de plus de 4 points avec une forte progression des equity funds ; au sein de l'assurance, la montée des encours des supports en unités de compte a été très rapide.

Finalement si l'on regroupe tous les actifs soumis au risque de marché « actions », la progression de leur part entre 1995 et 1999 est très spectaculaire dans des pays comme l'Italie et l'Espagne où cette part était modeste en début de période (tableau 10) ; cette progression

² On sait que cette « règle d'or » (croissance identique des flux et des « stocks ») peut être obtenue, sur un sentier de croissance équilibrée, aussi bien à partir d'un modèle de type Solow que d'un modèle de type Ramsay qui valorise moins l'avenir. Si cette « règle d'or » était infirmée, cela aurait évidemment des conséquences macro-économiques importantes puisque cela pourrait aussi signifier que le rapport capital/production est croissant et donc que la productivité du capital est, en longue période, décroissante !

est évidemment plus modérée au Royaume-Uni où la part des actifs à risque était déjà importante en 1995.

Fin 2000, malgré ces mouvements parallèles, **la composition des patrimoines financiers variait encore beaucoup d'un pays à l'autre** (tableau 11) : l'intermédiation bancaire restait importante en Espagne, en Allemagne et même en France (dans ce dernier pays, à cause du poids des produits d'épargne réglementés) ; les créances sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension représentaient près ou plus de 50% du patrimoine financier au Royaume-Uni et aux Pays-Bas ; enfin, l'Italie faisait ressortir une part particulièrement importante prise par les mutual funds (16% du patrimoine financier contre, par exemple, moins de 6% aux Pays-Bas et au Royaume-Uni). Naturellement, dans ces évolutions, une analyse plus fine des comptes patrimoniaux permettrait de faire la part des allocations décidées par les ménages et visibles dans les flux annuels de nouveaux placements financiers et celle des évolutions de prix, compte tenu des variations très favorables des indices boursiers, tout spécialement en 1997, 1998 et 1999.

L'année 2000 constitue une année charnière au cours de laquelle les Européens se sont divisés (tableau 12), les uns continuant de situer leurs placements dans les tendances existantes au cours des années antérieures (désintermédiation bancaire, achats importants d'actions, poursuite du succès de l'assurance vie en unités de compte), les autres au contraire ayant déjà pris le tournant et faisant apparaître dans leurs placements un fort désir de sécurité et de liquidité.

3.2 Le « choc » des années 2001-2002 et ses conséquences

Après les hésitations de 2000, l'année 2001 a fait ressortir **un nouveau parallélisme dans les choix de placements financiers des Européens** : ventes nettes d'actions dans la plupart des pays, fort reflux des placements sur les fonds actions, recul brutal des versements sur les supports en unités de compte des contrats d'assurance vie. L'évolution de fin 1999 à fin 2001 de la part des actifs à risque dans le patrimoine financier des ménages est tout à fait nette (tableau 13) avec des reflux particulièrement importants en Italie et au Royaume-Uni. Naturellement, ces évolutions comme les précédentes reflètent à la fois les nouvelles orientations des placements des ménages et l'évolution des prix des actifs sur des marchés déjà assez fortement déprimés en 2001.

Nous ne disposons évidemment pas de chiffre prévisionnels pour l'année 2002 ; mais il est assez clair que les tendances déjà à l'œuvre en 2001 se sont nettement renforcées dans le courant de l'année 2002 avec les baisses successives des marchés et une fin d'année très incertaine. Dans la plupart des pays européens, le patrimoine financier des ménages pourrait stagner ou même baisser en 2002. Du point de vue de sa composition, la recherche de liquidité est très perceptible et on assiste à diverses formes de réintermédiation bancaire.

En cas de reprise modérément haussière sur les différents marchés boursiers, il est peu probable qu'on assiste aux engouements qui ont caractérisé en Europe la période qui va de 1997 aux premiers mois de 2000. Les Européens seront probablement dorénavant plus circonspects, par exemple, pour participer aux opérations de privatisation de grandes entreprises publiques ou pour investir sur les nouveaux marchés d'actions. Dans les entreprises, les choix stratégiques devront probablement gagner en lisibilité. La gestion collective sera elle-même probablement obligée de manifester dans certains pays plus de

transparence, notamment pour convaincre de la légitimité des commissions d'entrée et de gestion. Du point de vue des progrès de la culture « actions », il n'est pas sûr que l'apprentissage des épargnants au cours des années 1997 ait été très satisfaisant : dans nos différents pays, trop d'épargnants continuent de considérer les actions comme un placement à relativement court terme. Beaucoup de choses restent donc à faire pour que les mentalités évoluent et pour que les attitudes à l'égard de la prise de risque acquièrent la maturité nécessaire.

4. A moyen et long terme, des motivations d'épargne largement communes

Au-delà des différences qui subsistent dans les montants ou la composition des patrimoines des Européens ; ces derniers ont largement en commun les mêmes motivations d'épargne. On peut résumer ces motivations de la façon suivante :

- la **constitution d'encaisse de précaution** dans une société moins sécuritaire apparaît maintenant comme une motivation très précoce, déjà présente chez les moins de 30 ans ;
- **l'acquisition du logement** est souvent une décision qui survient dans le premier tiers du cycle de vie ; de forts écarts subsistent entre pays dans les taux de propriétaires : pas loin des quatre cinquièmes en Espagne et en Irlande, un peu au-dessus des deux cinquièmes seulement en Allemagne ; il se pourrait que dans certains pays – baisse pour certains, hausse pour d'autres - ces taux convergent vers une moyenne européenne qui pourrait se situer aux alentours de 60% ; du point de vue de la composition des patrimoines, cela n'a d'ailleurs pas de conséquences majeures, car de toutes façons, logements occupés par leur propriétaire ou logements donnés à bail, **l'ensemble du patrimoine résidentiel est presque partout à plus de 80% entre les mains des ménages**³ ; l'immobilier de rapport, dont l'acquisition est plus ou moins encouragée par les dispositifs fiscaux occupe, d'un pays à l'autre, une place variable dans le patrimoine des Européens ; sur le moyen terme, compte tenu de son couple rendement-risque, il peut jouer le rôle d'actif de diversification au sein des patrimoines ; au total, si la part des actifs résidentiels continue de baisser dans le total du patrimoine, cette baisse sera certainement assez lente : les ménages seront en effet de plus en plus exigeants en ce qui concerne la taille et la qualité de leur logement et ces exigences ont évidemment des conséquences en matière de prix de ces actifs ;
- le **financement des études supérieures** devrait également devenir une préoccupation commune à l'ensemble des ménages européens car il est vraisemblable que les dépenses qui y correspondent augmenteront leur poids dans le budget des ménages ; dans plusieurs pays scandinaves tels que la Suède et la Finlande, des prêts (souvent accordés par l'Etat à des taux d'intérêt avantageux) couvrent au moins les frais d'entretien (logement, alimentation ...etc.) si les coûts d'inscription dans les Universités restent gratuits ; dans d'autres pays, les parents cherchent à organiser,

³ Cela n'est toutefois sans doute pas vrai des pays scandinaves où la propriété coopérative des logements est très répandue.

quand les enfants sont encore très jeunes, le préfinancement de leurs études supérieures ; des produits d'épargne adaptés à cet objectif sont alors proposés par les banques ou sociétés d'assurance ;

- la **préparation financière de la retraite** est dès maintenant, à l'évidence, une préoccupation commune à l'ensemble des épargnants européens ; la tendance générale, compte tenu des difficultés de nature démographique et économique rencontrées par les premiers « piliers » de la protection vieillesse gérés en répartition (« pay as you go ») est au renforcement des seconds et troisièmes « piliers » gérés en capitalisation ; certains pays (les Pays-bas, le Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, la plupart des pays scandinaves) sont, à cet égard, plus avancés que d'autres ; par exemple la Belgique, mais c'est aussi le cas des pays du sud de l'Europe, Italie, France, Espagne, Portugal et Grèce ; toutefois certaines entreprises des pays les plus avancés dans ce domaine rencontrent actuellement de sérieuses difficultés pour faire face à des engagements pris dans le cadre de fonds de pension à prestations définies ; c'est donc dans un environnement boursier tout différent de celui des années 1996-2000 que les seconds « piliers » seront amenés à se renforcer au cours des prochaines années ; on peut penser que l'Europe sera amenée sur ce point à compléter certaines dispositions prudentielles ;
- la **transmission des patrimoines aux générations suivantes** devrait également constituer à l'avenir une motivation importante des Européens ; le temps est loin où, selon une version très simple de la théorie du cycle de vie, les ménages « consommaient » entièrement leur patrimoine au cours de la période de retraite ; aujourd'hui, les taux d'épargne des retraités sont positifs et pas très inférieurs aux taux moyens d'épargne relevés dans les différents pays ; au point de vue macro-économique, on a vu que le rapport patrimoine/revenu devrait continuer de croître, même s'il s'agit d'une croissance plus lente que dans la décennie 1990 ; il en résulte deux conséquences importantes : d'une part, **les revenus du patrimoine verront en moyenne leur part s'accroître dans les ressources des retraités**, ce qui permettra de compenser un certain tassement des prestations des régimes obligatoires de protection vieillesse ; d'autre part, **devrait s'accroître la proportion de personnes qui laisseront derrière eux certains actifs patrimoniaux** : parmi ces actifs, il s'agira souvent d'un logement, mais aussi, de plus en plus fréquemment, non seulement de dépôts bancaires, mais aussi d'un portefeuille de valeurs mobilières ou d'un contrat d'assurance vie. Du point de vue professionnel, compte tenu de la place qu'occupe dans les économies européennes le capitalisme familial, il est certain que la transmission d'entreprise continuera de constituer une préoccupation importante.

*

*

*

Terminons cette présentation par deux brèves remarques.

Dans la zone euro, le taux d'épargne brut des ménages ressortait en 2001 à 14,5% de leur revenu ; mais au milieu des années 1990 ce taux était encore de près de 18%. Pour assurer

le financement de l'investissement productif et donc la croissance économique de cette zone, il est très important que ce taux ne continue pas à baisser trop rapidement. Les motivations d'épargne que nous venons de mentionner semblent suffisantes pour maintenir l'épargne des ménages des Européens à un niveau raisonnable.

Deuxième remarque : si la nécessité d'un soutien à cette épargne apparaissait toutefois nécessaire, outre l'épargne salariale, une incitation à l'épargne des classes d'âge jeunes et modestes pourrait avoir une certaine efficacité ; l'accumulation de réserves financières n'apparaît souvent qu'assez tard dans le cycle de vie ; des expériences comme les Individual Development Accounts (IDA) aux Etats-Unis ou les Baby bonds au Royaume-Uni seraient de ce point de vue intéressantes à étudier.
