



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Spécificités des comportements d'investissement et d'endettement des ménages dans la « Nouvelle Europe »

André Babeau

Président du Conseil d'Orientation de l'OEE

7 juillet 2004

**Conférence de presse
Pioneer Investments**

Dans la présente étude, on laisse de côté, parmi les nouveaux « entrants » dans l'Union européenne, Chypre et Malte qui ont des profils assez différents des huit autres pays. Mais on inclut parfois des pays d'Europe centrale (Bulgarie, Roumanie) qui ne sont encore, après le 1er mai 2004, que candidats à l'entrée.

Le grand problème des huit pays étudiés au cours des prochaines décennies est évidemment celui du nécessaire « rattrapage » par rapport à la moyenne des pays de l'Union des 15 pays. Si « l'élargissement » avait eu lieu en 1993, la baisse du PIB par tête (en parité de pouvoir d'achat) aurait été de 10,2% ; en 2004, cette baisse n'est plus que de 8,6% : au cours de ces 11 années, le « rattrapage » n'a donc pas été négligeable, après le choc des années 1990-1991. Il n'en reste pas moins que les écarts restent encore considérables : le PIB par tête de la Pologne en 2003 n'a été qu'environ le cinquième du PIB moyen par tête pour les 15 pays. Pour la République tchèque et la Hongrie, on est nettement au-dessous du tiers, alors que des pays comme la Grèce ou le Portugal ont un produit par tête qui se situe déjà aux alentours de 60% du produit moyen par tête des 15 pays de l' « ancienne » Union. Les pays baltes sont naturellement plus loin encore que les trois pays cités.

Tableau 1 – Taux de croissance annuel moyen du PIB 1998-2002

Pays	Taux de croissance du PIB en volume
Lettonie	5,7
Estonie	4,7
Lituanie	4,5
Hongrie	4,3
Slovénie	3,9
Slovaquie	3,2
République tchèque	1,6

Source : Comptes Nationaux

Cependant le rattrapage devrait se poursuivre. Selon des études récentes¹, le taux de croissance réel du PIB des huit pays étudiés au cours des 10 prochaines années pourrait être compris entre 4 et 7%, cependant que le taux de croissance moyen de l'UE 15 ne serait que de 2,5 à 3,0%.

Au cours des cinq années 1998-2002, le tableau ci-dessus rappelle les taux de croissance obtenus. Les trois pays baltes, qui ont les taux de croissance les plus élevés sont aussi ceux dont le PIB par tête est le plus faible.

¹ La lettre du BIPE, mai 2004

Tableau 2 – Taux d'intérêt à 10 ans dans les pays de la Nouvelle Europe en février 2004

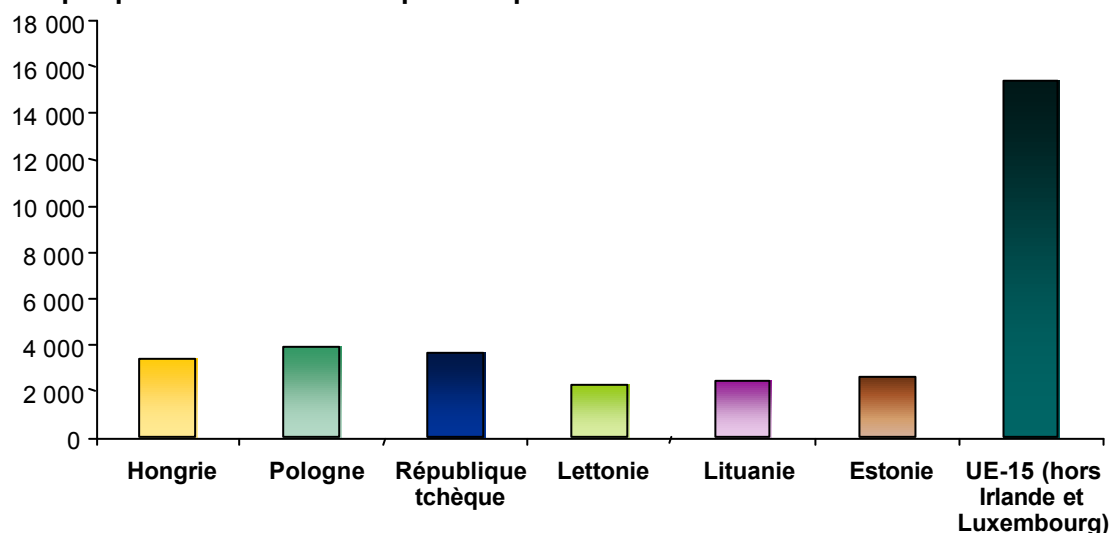
Pays	Taux à 10 ans en %
Hongrie	7,2
Slovénie	6,1
Pologne	6,0
Lituanie	5,2
Lettonie	5,0
Slovaquie	5,0
République tchèque	4,2
UE 15	4,2

Source : Banques Centrales

S'agissant des taux d'intérêt longs, ils sont, en raison des taux d'inflation et d'importants déficits publics, nettement au-dessus de la moyenne des 15, sauf pour la République Tchèque.

En ce qui concerne les ménages, les écarts de revenu disponible sont encore considérables par rapport à la moyenne de l'Union à 15 : en 2001, le rapport est de 1 à 4 pour des pays comme la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et probablement aussi la Slovénie, pour laquelle les chiffres font encore malheureusement défaut. Mais il est plutôt de 1 à 5 (ou à 6) pour les trois pays baltes. Au sein de chaque pays, il est à noter que l'on a affaire à de très fortes inégalités de revenus : inégalités entre ménages, inégalités entre villes et campagnes et inégalités régionales.

Graphique 1 – Le revenu disponible par tête en 2001



Sources : Eurostat, AMECO, comptes nationaux

Les tableaux de financement des ménages font apparaître l'équilibre qui s'établit entre leurs ressources financières et les emplois qu'ils font de ces ressources financières.

Tableau de financement des ménages

1. Revenu disponible + Variation de passif + Ajustement
= Consommation + Formation de capital + Placements financiers

2. Epargne + Transferts en capital + Variation de passif + Ajustement = Formation de capital + Placements financiers

Du point de vue de l'ensemble des ressources (ou des emplois), la Hongrie apparaît en 2001-2002 comme nettement détachée des autres pays, avec un taux global de ressources/emplois supérieur à 20%, alors que les autres pays ne dépassent guère 14%. En emplois, ce taux global élevé correspond à un taux assez important de formation de capital, mais surtout à un taux de placements financiers spécialement élevé : 13% alors que dans les pays de l'Union des 15 ce taux est le plus souvent compris entre 9 et 10%. Cela devrait se traduire pour la Hongrie par une croissance du patrimoine global plus rapide que dans les autres pays malheureusement, l'absence générale d'information sur le patrimoine non financier ne permet pas de vérifier cette hypothèse.

Tableau 3 – Tableau de financement des ménages en 2001

	Hongrie 2001	Pologne 2001	République tchèque 2002	Slovaquie 2001	Lituanie 2002	Estonie 2001	Lettonie 2001
Ressources							
Taux d'épargne brut	15,1	12,5	6,1	6,8	3,5	2,4	2,2
Transferts nets de capitaux	0,5	0,1	1,0	1,5	0,3	nd	nd
Taux de recours au crédit	4,4	1,5	5,3	3,6	2,2	nd	nd
Ajustement	1,1	0,2	0,0	2,2	5,0	nd	nd
Total Ressources	21,2	14,3	12,4	14,1	11,0	nd	nd
Emplois							
Taux d'investissement brut	8,2	6,0	6,0	8,3	5,7	3,6	2,4
Taux de placements financiers	13,0	8,3	6,4	5,8	5,3	nd	nd
Total Emplois	21,2	14,3	12,4	14,1	11,0	nd	nd

Source : Comptes Nationaux

1 Un taux d'épargne des ménages le plus souvent faible et souvent en nette baisse par rapport à 1995

A part la Hongrie, le taux d'épargne macro-économique des ménages paraît modeste dans les pays de l'élargissement : le taux de la Pologne à moins de 13% est déjà inférieur au taux moyen des pays de la zone euro (14,3% en 2001). Ce taux est compris entre 6 et 7% seulement en République tchèque et en Slovaquie. Quant aux taux observés dans les trois pays baltes, ils apparaissent comme spécialement faibles, mais soulèvent peut être certains doutes quant à la fiabilité des comptes nationaux dans ces trois pays.

Depuis 1995, une majorité de ces taux d'épargne apparaît fortement orientée à la baisse : ainsi, le taux d'épargne des Hongrois est passé de 19,2% en 1998 à 15,1% en 2001, celui des Tchèques est passé de 12,6% en 1995 à 6,1% en 2002 et celui des Slovaques est passé de 11,5% en 1997 à 6,8% en 2001. Le taux d'épargne des ménages polonais paraît en revanche plus stable.

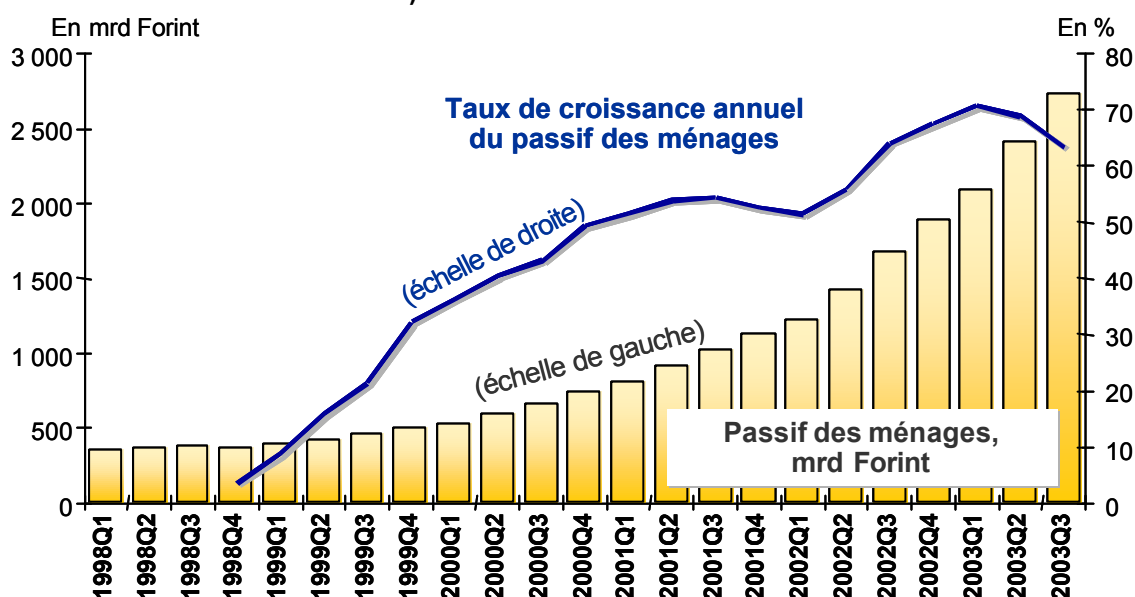
Une nette baisse du taux d'épargne des ménages dans la zone euro a également été observée au cours de la période : 17,1% en 1996 et seulement 14,3% en 2001. Dans cette zone, une certaine remontée de ce taux s'est dessinée à la suite du retournement boursier de l'année 2000. Il n'est malheureusement pas possible de préciser si un tel mouvement est apparu dans les pays de l'élargissement.

S'agissant de ces derniers, la nette baisse observée depuis le milieu des années 1990 est certainement à mettre en relation avec le développement du recours au crédit.

2 Un passif encore modeste, mais en très forte augmentation

Les passifs des ménages des pays de l'élargissement ont crû à des rythmes très rapides depuis le début du siècle comme en témoigne l'exemple de la Hongrie où le passif habitat a, par exemple, doublé au cours de chacune des trois années 2001, 2002 et 2003.

Graphique 2 - L'explosion du passif des ménages en Hongrie (passifs en fin de trimestre et taux de croissance annuel)



Source : Banque Nationale de Hongrie, calculs BIPE

Bien que le passif au titre de la consommation soit lui-même, dans une majorité de pays, en très forte augmentation, il semble néanmoins que le dynamisme du passif au titre du logement ait été encore plus fort. Cela est au moins vrai des quatre pays pour lesquels nous avons pu obtenir l'information (Hongrie, République tchèque, Slovaquie et Bulgarie).

Tableau 4 – Croissance moyenne du passif des ménages sur les trois années 2001-2003 (en %)

	Hongrie	République tchèque	Slovaquie	Bulgarie	Croatie
Habitat	99,8	57,1	157,0	59,6	27,6
Consommation	26,9	14,4	40,1	54,1	nd

Source : Pioneer Investments – Unicredito

Toutefois, malgré l'importance du dynamisme des crédits à l'habitat, la part des crédits à la consommation dans le passif des ménages fin 2003 paraissait plutôt plus importante dans les pays de « l'élargissement » que chez les « Quinze », sans même évoquer le cas de la Bulgarie ou de la Turquie où l'encours de crédits à la consommation semble tout à fait prépondérant.

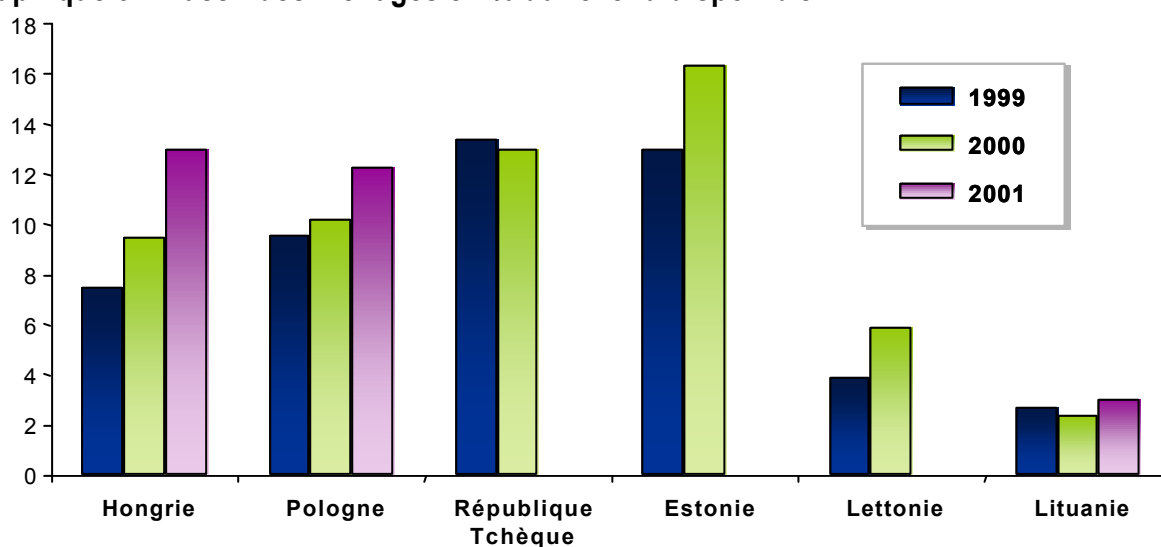
Tableau 5 – Composition du passif des ménages fin 2003

	Hongrie	République tchèque	Slovaquie	Bulgarie
Crédits logement	64,3	74,1	74,0	18,1
Crédits à la consommation	35,7	25,9	26,0	81,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Pioneer Investments – Unicredito

En dépit de cette croissance, par moment exponentielle, le passif des ménages rapporté à leur revenu disponible brut restait tout à fait modéré à la fin de l'année 2001 : il ne s'élevait en effet qu'à quelque 16% en Estonie, 12 à 13% en Hongrie, Pologne et République tchèque, environ 6% en Lettonie et seulement 3% en Lituanie. On sait que dans les pays de l'Union à 15, ce ratio est souvent compris entre 50 et 100% du revenu. Le paysage de la fin de l'année 2003 pourrait déjà être sensiblement différent, mais le potentiel de développement du crédit dans les pays de la Nouvelle Europe est encore considérable, pour peu que les taux d'intérêt refluent et que la croissance économique y soit suffisamment régulière. Un élément pourrait cependant être un important facteur de risque en cas de crise monétaire : dans certains pays, une part importante de l'encours de crédits à l'habitat souscrits par les ménages est libellée en devises étrangères (euro ou dollars) : selon certaines estimations, cette part pourrait être de 60 à 70% en Pologne, Roumanie et Croatie (mais probablement décroissante), autour du cinquième en Bulgarie, mais très faible en République tchèque et en Slovaquie.

Graphique 3 – Passif des ménages en % du revenu disponible

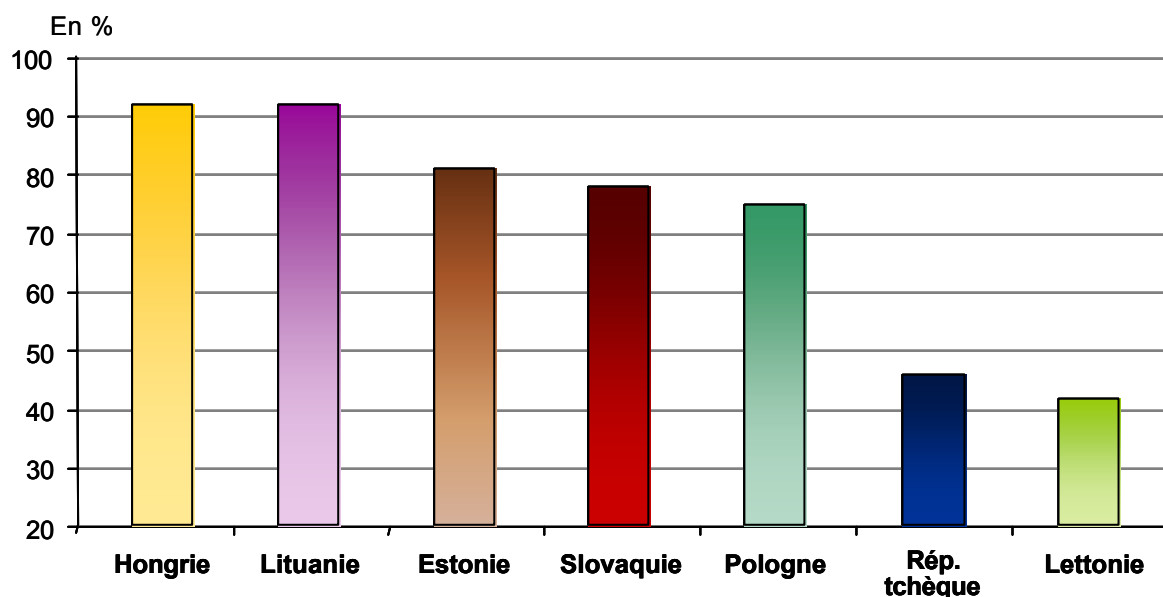


Source : Comptes Nationaux

3 Une construction de logements et des travaux d'entretien souvent insuffisants

Dans les pays de l'élargissement, le parc de logements paraît être largement entre les mains de propriétaires occupants. Le taux de propriétaires occupants est en effet compris entre 75 et 90% des ménages dans cinq des pays d'Europe centrale : par ordre décroissant, Hongrie, Lituanie, Estonie, Slovaquie et Pologne. Cela est dû à plusieurs facteurs : d'abord, une urbanisation relativement faible et, sous les régimes communistes, les ruraux étaient restés, dans ces pays, très largement propriétaires de leur logement ; d'autre part, au cours de la période de transition ont été assez souvent privatisés, à des prix modestes, des logements qui relevaient d'un statut coopératif. Dans deux pays (République tchèque et Lettonie), pour des raisons à approfondir, le taux de propriétaires occupants reste cependant compris entre 40 et 50%. Dans les autres pays, il se pourrait qu'avec le fort mouvement d'urbanisation la proportion de propriétaires occupants vienne à baisser : les ménages qui s'installent dans les villes moyennes ou plus importantes sont en effet, on le sait, souvent locataires, au moins au cours d'une première période.

Graphique 4 – Proportion des ménages propriétaires de leur logement



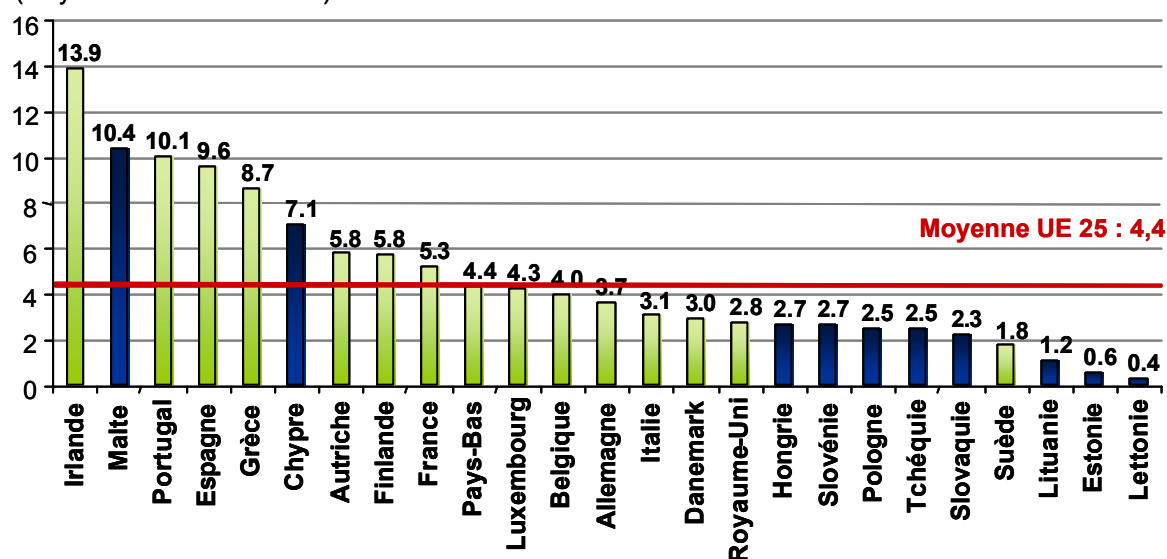
Sources : Euroconstruct et Nations -Unies

Dans le tableau de financement des ménages (Tableau 3), il n'est malheureusement pas possible de faire la distinction entre les investissements « logement » des ménages et les investissements des entrepreneurs individuels. Si l'on parvenait à isoler ces derniers, il est vraisemblable qu'on ferait apparaître des taux d'investissement « logement » assez faibles. D'une part, en effet, les taux globaux de FBCF sont eux-même déjà faibles dans cinq pays sur sept (seules la Hongrie et la Slovaquie se situent au-dessus de 8% du revenu disponible) ;

d'autre part, on a des indications précises en ce qui concerne la livraison annuelle de logements neufs pour 1000 habitants. Dans le tableau ci-dessous, on constate que, en moyenne pour les années 2000-2001-2002, le nombre de logements neufs pour 1000 habitants est compris entre 2,3 et 2,7 pour les cinq pays hors pays baltes et entre 0,4 et 1,2 pour les cinq pays baltes. Tous les pays de l'Union des 15 se situent au-dessus de ces moyennes et parfois même très largement puisque le nombre de logements neufs pour 1000 habitants atteint, sur la période considérée, 8,7 en Grèce, 9,6 en Espagne et 10,1 au Portugal !

Graphique 5 – Livraisons annuelles de logements neufs pour 1000 habitants

(moyenne 2000-2001-2002)

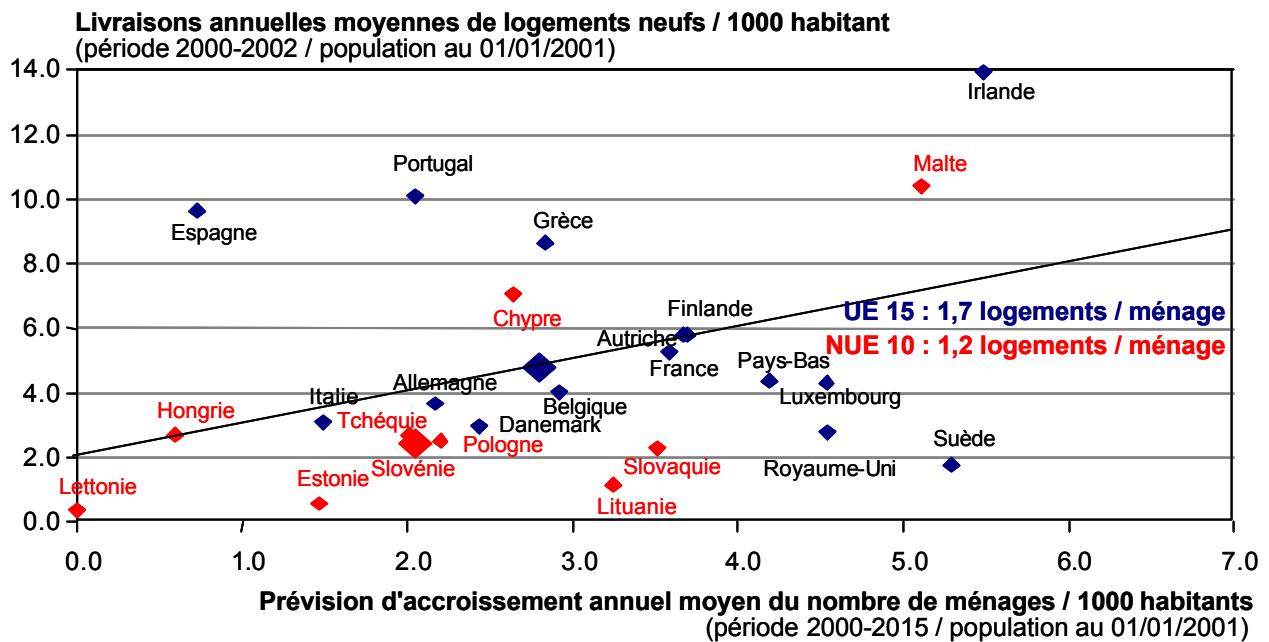


Sources : Euroconstruct et BIPE

Mais, après tout, la construction du nombre de logements neufs doit évidemment être en relation avec le dynamisme prévu de la population des ménages. Si l'on rapproche le nombre de logements livrés pour 1000 habitants de la croissance prévue du nombre de ménages, on obtient une mise en perspective qui confirme le diagnostic d'une grande faiblesse de la construction neuve dans l'ensemble des pays de l'élargissement. Par rapport à la croissance annuelle prévue du nombre de ménages, la construction neuve est spécialement faible en Slovaquie et en Lituanie, mais aussi en Pologne, en Slovénie, en Estonie et même en Lettonie où pourtant la population des ménages semble devoir être pratiquement stable². Le potentiel de croissance du marché du logement neuf apparaît donc dans ces pays comme spécialement important au cours des années à venir.

² Même à nombre de ménages constant, un certain niveau de construction doit être assuré pour garantir le renouvellement du parc.

Graphique 6 – Démographie des ménages et livraison des logements neufs



Sources : Banque Mondiale, Euroconstruct et BIPE

On ne dispose malheureusement pas d'indicateurs précis en ce qui concerne le montant des travaux d'entretien-amélioration réalisés. Mais, plusieurs jugements convergents conduisent à penser que l'entretien du parc de logements est généralement insuffisant, voire très insuffisant, dans la plupart des pays de « l'élargissement ».

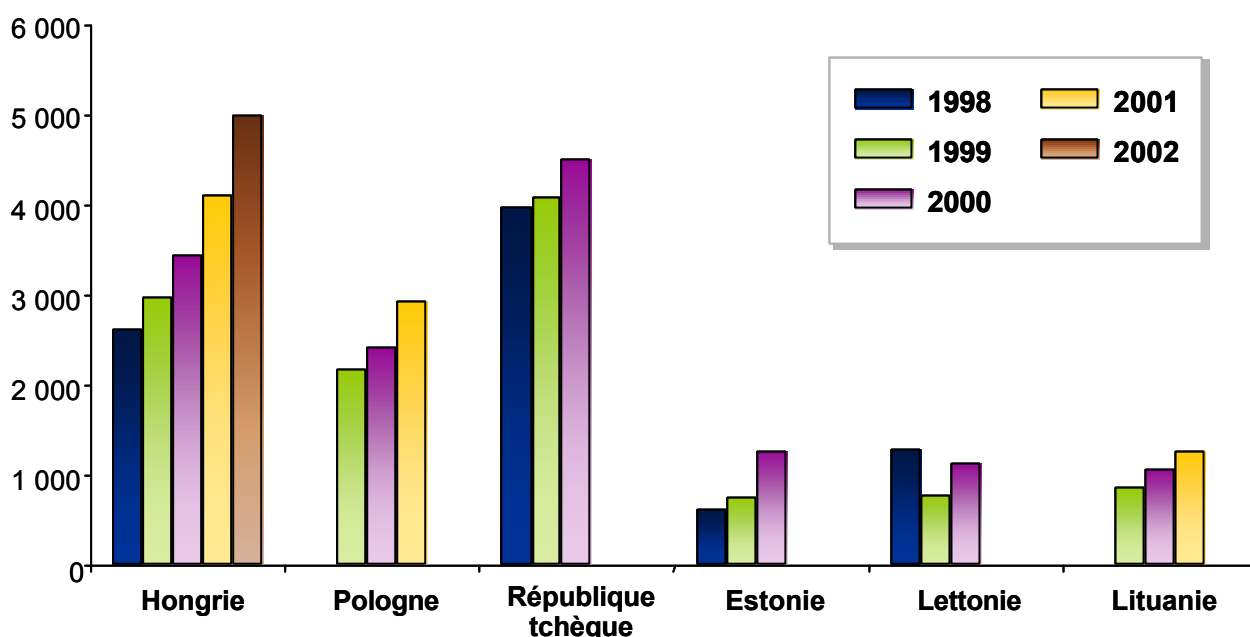
Au total, la situation du logement dans l'ensemble des pays sous étude paraît préoccupante. Dans un pays comme la Pologne par exemple, on estimait en 2002 qu'il manquait 1,5 millions de logements et que 1 million était en très mauvais état. Dans quatre pays, il existe des produits d'épargne logement avec une phase épargne suivie d'une phase de prêt. Ces systèmes ont été mis en œuvre en 1992 en Slovaquie, en 1993 en République tchèque, en 1995 en Pologne et en 1997 en Hongrie. C'est en République tchèque que le nombre de contrats de ce type semble s'être le plus développé. Mais ces systèmes apparaissent dans certains cas comme coûteux pour l'Etat et pas toujours bien adaptés à la situation des emprunteurs. Les prêts accordés sont souvent trop courts (7 ou 8 ans) pour permettre d'accéder à la propriété dans de bonnes conditions. Il apparaît que les prêts à plus long terme des banques commerciales, dès que les taux d'intérêt auront commencé à refluer, seront sans doute susceptibles de solvabiliser, parallèlement aux dispositifs d'aide actuellement en vigueur dans ces quatre pays³, un assez grand nombre d'acquéreurs potentiels.

³ Voir *Le financement du logement dans les économies en transition*, par Friedemann Roy de la Fédération Hypothécaire Européenne (FHE), séminaire OCDE de Varsovie, décembre 2002.

4 Placements financiers : des montants modestes, même en valeur relative

S'agissant des patrimoines financiers par tête, le rapport est de 1 à 10 ou même à 40 entre les patrimoines dans les pays de l'élargissement et la moyenne de l'Union à 15 (autour de 40 000 euros).

Graphique 7 – Les patrimoines financiers par tête en euros



Source : Comptes financiers, calculs BIPE

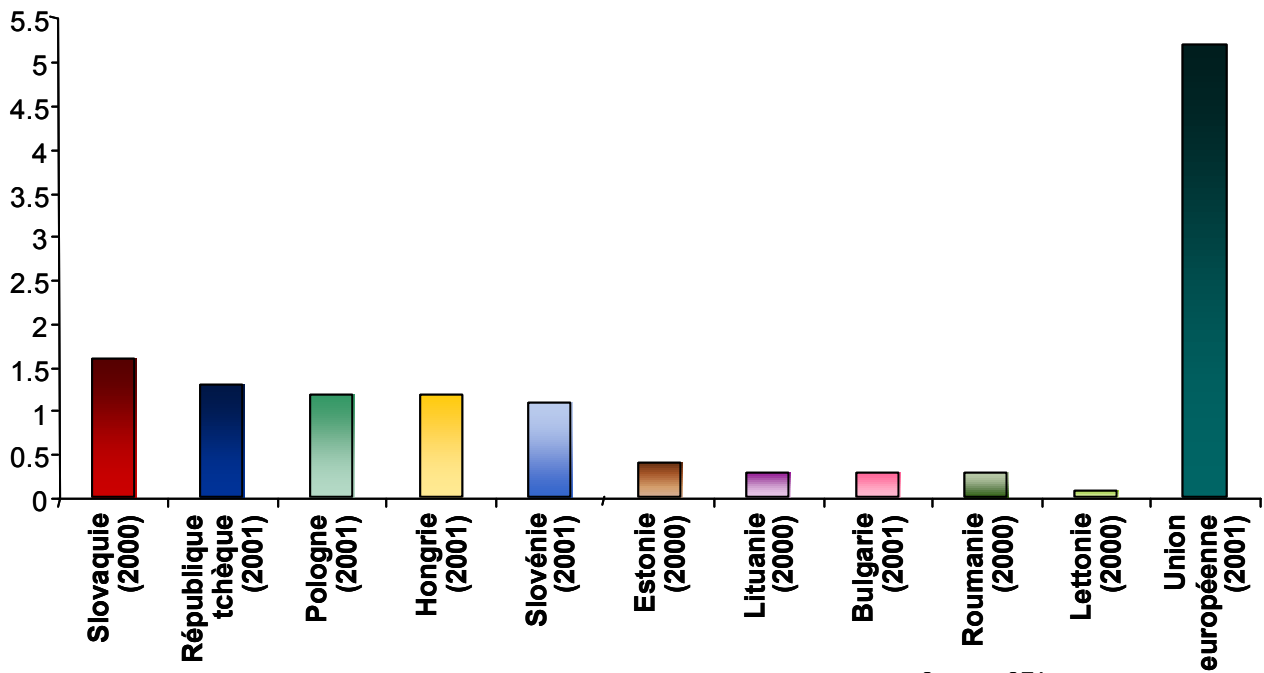
Au sein des pays de l'élargissement, en termes de distribution du patrimoine financier par tête, il faut noter une particularité : ce ne sont pas les plus âgés qui sont les plus riches, contrairement à ce qui est souvent observé dans les pays de l'Union à 15 : beaucoup d'enrichissements sont en effet très récents et ce sont les classes d'âge relativement jeunes (souvent autour de 40 ans) qui possèdent les patrimoines financiers les plus importants.

Une des explications de la modestie des patrimoines financiers par tête est naturellement à chercher dans les différences de revenu par tête que nous avons mises en évidence précédemment ; mais une autre explication est la faiblesse des taux annuels de placements financiers par rapport au revenu des ménages. Alors que ce taux de placements financiers se situe autour de 10% dans la majorité des « quinze », seule la Hongrie dépasse cette moyenne avec 13% en 2001. La Pologne n'est alors qu'à 8% et les trois autres pays pour lesquels l'information est disponible ont des taux de placements financiers pratiquement compris entre 5 et 6% du revenu, ce qui est spécialement faible. Il est vrai que ces taux sont ceux de l'année

2001 ou 2002 : certains de ces taux étaient plus élevés au milieu des années 1990. Leur baisse semble bien être une conséquence des tassements observés en ce qui concerne les taux d'épargne macro-économiques.

La composition du patrimoine financier des ménages fait l'objet d'une étude séparée. Nous nous contenterons de souligner ici que la part très forte de la monnaie manuelle dans ces patrimoines est évidemment liée au faible taux de bancarisation des particuliers⁴. Les actions non cotées et les « autres participations » sont souvent difficiles à prendre en compte dans le patrimoine financier des ménages. Pourtant, on va le voir, elles en forment très probablement une part importante.

Graphique 8 – Part des primes d'assurance vie dans le PIB en 2000 et 2001



Source : CEA

⁴ En Russie, on estimait qu'à la fin de l'année 2003, seulement 15 millions de particuliers étaient détenteurs d'un compte bancaire. En Pologne, à la fin des années 1990, on estimait que seulement 20 % de la population étaient bancarisés ; le taux pour la Roumanie était de 25 %.

5 Entreprises individuelles et sociétés non cotées : le patrimoine professionnel paraît occuper une place importante

Au sein du secteur 14 des comptes nationaux, il n'est pas possible d'isoler les comptes des entreprises individuelles. Pourtant, en ce qui concerne la FBCF des ménages, ces entreprises doivent en représenter une bonne partie. De même, en ce qui concerne les crédits aux ménages, il est possible que les crédits accordés à ces entreprises individuelles en constituent une bonne partie malheureusement impossible à identifier. De même, le classement des « très petites entreprises » entre le secteur « ménages » et celui des « sociétés non financières » est difficile à préciser.

Nous voudrions insister ci-dessous sur l'importance des sociétés non cotées et des « autres participations » dans le patrimoine des ménages. Dans les pays de l'élargissement, le nombre de sociétés cotées sur les bourses nationales est du même ordre de grandeur que dans les pays de taille moyenne qui appartenaient à l'Union des 15. On a observé à cet égard dans beaucoup de pays des coups d'accordéon : introduction de nombreuses entreprises à l'occasion des privatisations, puis retrait de la cote de la très grande majorité des entreprises qui y avaient été introduites. Au total, la part de la capitalisation boursière domestique dans le PIB reste modeste, si on la compare à la situation des autres pays de l'Union des « 25 ».

Tableau 6 – Part de la capitalisation boursière domestique dans le PIB au 1^{er} décembre 2003 (en %)

Pays	Part de la capitalisation boursière domestique dans le PIB
Estonie	39
Slovénie	22
Hongrie	17
République tchèque	16
Lituanie	16
Pologne	15
Lettonie	10
Slovaquie	8

Source : Minefi, Revue d'Élargissement, spécial bourses, janvier 2004

Quand on passe des pays de l'Union des « 15 » aux pays nouvellement entrés, un changement d'échelle de la taille des entreprises est à opérer : ce qui est « très petites entreprises » dans la plupart des pays des « 15 » devient en effet « moyennes entreprises » dans les pays nouvellement entrés. Une effectif de 50 à 100 salariés correspond déjà dans ces pays à une entreprise moyenne bien développée. Le tableau ci-dessous, estimé sur l'ensemble des

entreprises (sociétaires ou non), donne une idée de la très petite taille de la plupart des unités de production.

Tableau 7 – Taille moyenne des entreprises en 1999 en nombre de salariés

Pays	Nombre moyen de salariés
Lettonie	15
Lituanie	11
Estonie	9
Slovaquie	8
Slovénie	6
Pologne	5
République tchèque	5
Hongrie	4

Sur l'ensemble de ces entreprises, une bonne partie relève certes des entreprises individuelles qui pourraient être isolées au sein du secteur « ménages », mais une partie non négligeable entre cependant dans la catégorie des sociétés de capital non cotées ou, plus souvent, dans ce que la comptabilité désigne comme « autres participations » et qui correspond à des sociétés de très petite taille, le plus souvent à responsabilité limitée (équivalant aux GMBH allemandes ou aux SARL françaises). Actions non cotées et « autres participations » appartiennent au secteur des « sociétés non financières » de la comptabilité nationale. Leur valorisation dans les comptes financiers posent naturellement de redoutables problèmes. Mais, toutes réserves faites sur les informations disponibles, il ne paraît pas possible d'analyser le patrimoine financier des ménages sans faire référence à la part qu'y occupent ces « actions non cotées » et ces « autres participations ».

Tableau 8 – Part des actions cotées et non cotées dans le patrimoine financier des ménages

Pays	Actions cotées	Actions non cotées et autres participations	Total actions
Lituanie (2001)	6,1	32,5	38,5
Hongrie (2002)	3,0	29,1	32,1
République tchèque (2000)	nd	23,0	nd
Estonie (2000)*	3,8	22,9	26,7
Pologne(2001)	5,0	16,5	21,5

Source : Comptes Nationaux

* Il n'est pas certain que les « autres participations » (F. 513) soient comprises.

La raison en est que, quelque doute que l'on puisse avoir sur la qualité des estimations faites, la part des « actions non cotées » et des « autres participations » apparaît toujours beaucoup plus importante que celle des actions cotées : plus de trois fois plus importante en Pologne en 2001, près de dix fois plus importante en Hongrie en 2002 ! La petite et moyenne entreprise constitue donc une partie très importante du patrimoine financier des ménages dans beaucoup de pays de « l'élargissement » parce que la taille de ces entreprises y est modeste et que la part des ménages dans leur capital y reste prépondérante. Dans un pays comme la France, la ligne actions non cotées et autres participations représentait fin 2003 14% du patrimoine des ménages. Il s'agit là d'une part beaucoup plus faible que celle qui est actuellement observée dans la plupart des pays de l'élargissement. C'est, d'une part, que la détention d'actions cotées y est nettement plus importante, d'autre part, que la part des sociétés cotées dans le capital des PME y est plus forte. On a donc affaire ici à des différences significatives dans la structure de détention du capital des entreprises.

Du point de vue des comportements d'investissement de placements et d'endettement des ménages, la Hongrie et peut-être la Slovénie sur laquelle on possède malheureusement peu d'information, pourraient un peu devancer les autres pays de l'élargissement (Malte et Chypre exclus). A l'autre extrémité, figurent les trois pays baltes. Mais sauf accident, pour l'un ou l'autre de ces pays, leur dynamisme au cours des prochaines années devrait conduire à un « rattrapage » qui dans le domaine de la présente étude conduira à :

- ✓ Un certaine élévation du taux d'épargne du ménages,
- ✓ Un recours plus important aux crédits habitat et aux crédits consommation,
- ✓ Une nécessaire augmentation des investissements dans le logement (construction et entretien),
- ✓ Une probable augmentation du taux de placements financiers ; parmi ces placements, l'assurance vie prévoyance, l'assurance épargne, et l'assurance retraite devraient prendre progressivement plus de place⁵.

⁵ On rappelle que, pour le moment, en matière d'assurance, ce sont les primes IARD qui croissent le plus vite, soutenues par la forte diffusion de l'automobile.