

Commission financière de l'AFEP

Structure de l'épargne et financement des économies européennes 21 juin 2000

Jacques de Larosière
Président de l'Observatoire de l'Épargne Européenne

Le bouclage classique du financement de l'économie est le suivant : des capacités de financement des ménages, qui permettent de couvrir les besoins de financement des entreprises et de l'administration, l'ajustement se faisant par les institutions financières et les non résidents.

Prenons par exemple, le cas de deux pays pour lesquels l'information statistique est disponible, la France et le Royaume-Uni en 1998 (en milliards d'euros).

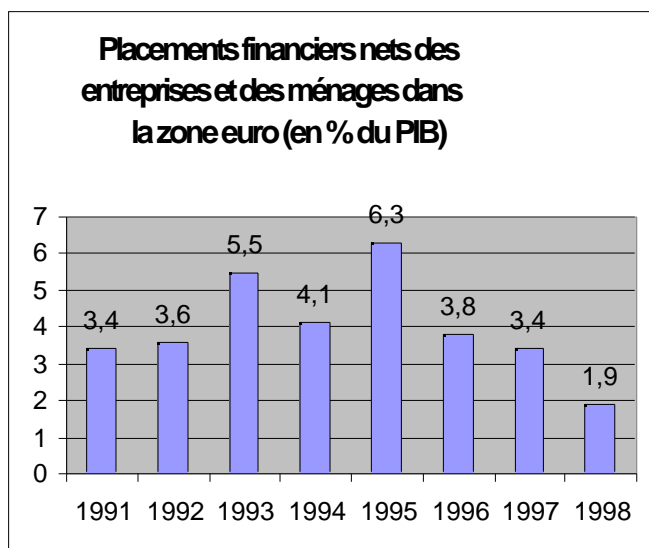
	Ménages	Sociétés non financières	Administrations publiques	Institutions financières	Non résidents
France	85,3	- 21,0	- 38,5	8,8	- 37,6
Royaume-Uni	9,8	-24,0	-5,0	13,4	4,3

Les ordres de grandeur peuvent varier d'une année sur l'autre. Au Royaume-Uni par exemple, la capacité de financement des ménages et le besoin de financement des administrations ont été beaucoup plus forts en 1997 (l'équivalent de respectivement 43 milliards et 22,6 d'euros.)

Mais, structurellement, cette situation semble fermer une parenthèse, celle de la fin des années 80 et du début des années 90 : le ralentissement de la croissance avait fortement diminué les besoins de financement des entreprises, qui avaient même dégagé certaines années une capacité de financement. A la même époque, le dérapage des dépenses publiques dans certains pays, avait considérablement augmenté le besoin de financement de l'Etat dans certains pays comme la France.

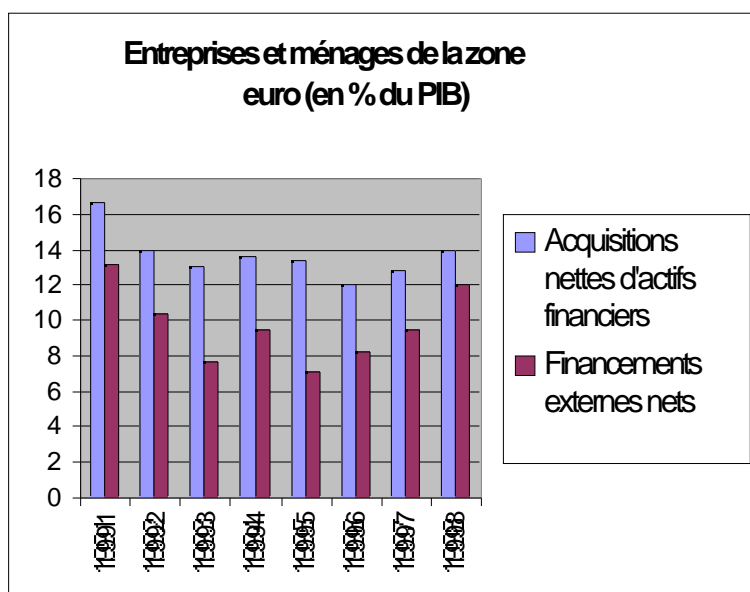
La reprise de la croissance et la discipline budgétaire qui s'impose aux pays de la zone euro semblent avoir fermé cette parenthèse : les administrations n'aspirent plus une part croissante de l'épargne et c'est heureux car les entreprises ont désormais des besoins de financement pour investir. Fondamentalement, seuls les ménages sont en mesure par leur comportement d'épargne de répondre à ce besoin. Encore faut-il que leur épargne soit orientée vers des placements productifs.

La Banque Centrale Européenne rapporte au PIB les « placements financiers nets » des secteurs non financiers privés, c'est à dire les sociétés non financières et les ménages. Cette agrégat est égal à la différence entre les acquisitions d'actifs financiers et les sources de financement externes des agents économiques considérés. Cette notion est le miroir, dans la sphère des opérations financières, des besoins et capacités de financement de la Comptabilité Nationale.



L'ensemble des ménages et des entreprises ont vu leurs placements financiers nets augmenter jusqu'à représenter 6.3% du PIB en 1995. Depuis cette date, ils baissent continûment.

Il est intéressant de décomposer cet agrégat entre sa composante positive (les acquisitions d'actifs financiers) et sa composante négative (les financements externes).



Les acquisitions d'actifs financiers sont relativement stables : sauf en 1991, elles ont toujours représenté entre 12 et 14% du PIB. Les financements externes sont beaucoup plus variables. C'est leur croissance, et en particulier la composante des prêts bancaires, qui expliquent la réduction des placements financiers nets (c'est à dire de l'épargne nette des agents économiques privés) depuis 1991. Sur la tendance actuelle, nous ne sommes pas loin d'une épargne financière négative des agents privés. L'encours des prêts aux sociétés non financières a augmenté de 6% en 1999 et de 9% s'agissant des ménages de la zone euro. Selon la BCE, la tendance semble même s'être accélérée pendant les premiers mois de 2000.

La cause de cette évolution est la reprise de la croissance et de l'investissement. Elle est donc évidemment positive. Mais encore faut-il être certain, d'une part que l'équilibre général du financement de l'économie n'est pas déséquilibré par une épargne insuffisante, et d'autre part que les produits d'épargne acquis par les agents ayant des capacités de financement - principalement les ménages - sont adéquats par rapport aux besoins de financement des entreprises, sans bien sûr nier le rôle des intermédiaires financiers dans les nécessaires ajustements.

La deuxième partie de cette présentation montrera que malgré la relative stabilité du montant global des placements financiers des agents privés, l'affectation de l'épargne entre les différents types de produits varie beaucoup dans le temps et dans l'espace européen.

Ensuite, on s'appuiera sur une récente étude de la Caisse des Dépôts pour dégager ressemblances et différences du mode de financement des entreprises européennes, vu sous l'angle de la part respective de l'intermédiation financière et des marchés.

La comptabilité nationale fournit le cadre de référence adéquat pour se faire une idée de la manière dont les flux de financement de l'économie s'équilibrent entre les agents économiques qui ont un besoin de financement et ceux qui ont une capacité de financement.

I L'épargne des ménages : des différences nationales prononcées, mais des tendances convergentes.

L'épargne est un flux économique, mais la variabilité de son affectation rend difficile l'analyse d'une année particulière. Pour prendre une vue d'ensemble, il est donc préférable de cumuler les flux sur plusieurs années ou d'analyser les stocks. C'est cette dernière option que nous avons choisie : Le patrimoine des ménages est aussi affectée par la volatilité du prix des actifs qui le composent, mais la prise en compte de l'effet de richesse sur les comportements d'épargne est nécessaire même si elle est variable.

Le tableau ci-dessous regroupe les grandes catégories d'actifs financiers détenus par les ménages dans 7 pays européens.

Composition des patrimoines financiers des ménages en 1998 (en pourcentages)

	Allemagne		Belgique		Espagne		France		Italie		Royaume-Uni (1998)
	1991	1998	1991	1998	1991	1998	1991	1998	1991	1998	
Monnaie et dépôts dans les banques	46,7	39,3	33,2	40,1	63,9	42,1	35,7	30,5	48,9	22,7	21,5
Titres de créance	15,4	13,4	31,6	12,0	2,7	2,4	4,4	2,2	21,0	17,6	0,8
Actions	5,3	8,7	21,4	22,0	10,4	18,7	30,8	35,1	18,7	30,4	17,5
OPCVM	4,7	10,0	5,8	13,7	5,2	23,1	15,7	9,3	2,3	16,5	4,8
Créances sur les sociétés d'assurances, droits à la retraite et épargne salariale	17,6	28,6	8,3	12,2	8,7	13,7	13,5	22,4	8,7	10,5	55

Sources : Banques centrales et calculs de CREP-SA (1998) et de la Caisse des Dépôts et Consignations (1991)

Ce tableau montre qu'il est impossible de dégager un profil type du patrimoine financier des ménages européens. On doit donc conduire l'analyse par grandes catégories de produits.

Les produits bancaires

L'épargne placée, sous des formes diverses, auprès des banques est particulièrement élevée en Allemagne, en Belgique et en Espagne. En Allemagne, cette épargne en produits bancaire est pour plus de la moitié constituée de livrets d'épargne, à préavis légal ou négociable.

Au Royaume-Uni et en Italie au contraire les produits bancaires ne représentent que le cinquième du patrimoine financier des ménages. S'agissant de l'Italie ce constat est d'autant plus remarquable que la composante « monnaie et dépôts à vue » est plus importante que dans le reste de l'Europe, peut-être en raison d'un long passé d'inflation qui a donné l'habitude de garder des encaisses de transaction élevées.

Avec une détention de produits bancaires représentant en moyenne le tiers du patrimoine, la France se situe entre ces deux groupes de pays.

On notera cependant que dans presque tous les pays, le poids relatif de cette épargne placée auprès des banques est en baisse sur la décennie.

Les titres de créance

En Italie, les particuliers continuent de jouer un rôle important dans le marché obligataire. A l'inverse, les particuliers sont sortis du marché obligataire en France, au Royaume-Uni et en Espagne, la situation étant intermédiaire en Allemagne et en Belgique. En France, cette évolution s'explique par la part prise par le marché des OAT, dont l'organisation a été conçue pour les investisseurs institutionnels, autour des SVT.

Dans tous les pays européens, la part des obligations dans le portefeuille des ménages a décliné au cours de la décennie : une tendance convergente vers des niveaux marginaux est observée partout en Europe.

Les actions

L'hétérogénéité est aussi grande sur les actions, et dans ce cas se double d'une incertitude sur les données statistiques, en raison des divergences des modes d'évaluation des actions non cotées dans les différents pays. La France est apparemment en tête sur la détention des actions, mais la part de 35,1 % qu'elles représentent se décompose entre les actions non cotées à hauteur de 29,9% et de 5,2% seulement pour les actions cotées.

Les travaux menés par l'Observatoire de l'Épargne Européenne montrent qu'en réalité la qualité des données relatives à la détention d'actions n'est pas suffisante pour permettre des comparaisons pertinentes pour les actions non cotées. Si l'on exclut les actions non cotées, la comparaison prend une physionomie différente.

Au Royaume-Uni par exemple, les actions cotées ont un poids relatif de 9,9 % dans le patrimoine des ménages, soit près du double du chiffre français. Ce constat a une influence, non seulement sur la structure des patrimoines financiers, mais aussi sur leur poids total : Si l'on ne tient pas compte des actions non cotées dont la valorisation n'est pas homogène, le patrimoine financiers moyen des ménages britanniques est plus de deux fois supérieur à celui des français.

Montant moyen du patrimoine financier des ménages (en euros)

	Y compris les actions non cotées	Hors actions non cotées
Royaume-Uni	66.500	61.900
France	41.300	29.500
Rapport Royaume-Uni/ France	1,61	2,1

Les actions cotées représentent donc une part très minoritaire du patrimoine des ménages, malgré le grand nombre d'actionnaires : 5 millions de ménages environ détiennent au moins une action. Mais le montant moyen du portefeuille est relativement faible : souvent, les particuliers acquièrent quelques titres à l'occasion d'une privatisation, cherchant « l'aubaine » des conditions de souscription favorables. Mais la construction d'un patrimoine d'actions est encore relativement rare.

Sur la décennie cependant, le poids relatif des actions a eu tendance à augmenter partout en Europe. Les cours boursiers ont sensiblement augmenté au cours de la période. Les ménages

européens en ont profité, mais n'ont pas rééquilibré leur portefeuille : ils n'ont, dans l'ensemble, pas réalisé leurs plus-values latentes. Ils n'ont pas non plus acheté des actions de manière très significative sur le plan macro-économique.

Les OPCVM

Le poids relatif des OPCVM est élevé en Italie et en Espagne. Il est très bas au Royaume-Uni, la France et l'Allemagne se situant à un niveau intermédiaire (environ 10% du patrimoine financier). Au Royaume-Uni, en Italie et en Belgique, les OPCVM actions prédominent. C'est aussi le cas aux Pays-Bas. Dans les autres pays, les instruments de taux (OPCVM obligataires ou monétaires) restent majoritaires.

Dans la plupart des pays, le poids relatif des OPCVM a tendance à augmenter. Cela n'a cependant pas été le cas en France, à cause du déclin progressif, depuis 1993, des OPCVM monétaires. Par ailleurs, les OPCVM occupent une place assez faible dans les portefeuilles britanniques, ce que l'on doit mettre en relation avec d'une part le poids des cations cotées dans ce pays et d'autre part celui des régime de retraite par capitalisation.

Produits d'assurance-vie et de retraite

Le Royaume-Uni se singularise par le poids de ces produits, majoritaire dans le portefeuille des ménages. Le financement de la retraite par capitalisation explique ce fait.

En France et en Allemagne, les créances sur les sociétés d'assurances représentent plus du cinquième du patrimoine des ménages, mais en Allemagne, à la différence de la France, les droits à la retraite ont un poids non négligeable (6,4% du patrimoine), bien que très inférieur à celui observé au Royaume-Uni.

Dans tous les pays, ce poste du patrimoine des ménages est en augmentation. Partout, les fonds de pension et l'assurance-vie, souvent stimulés par de nouvelles incitations fiscales, sont en augmentation.

II Le financement des entreprises

Une remarquable étude de la Caisse des Dépôts et Consignations a mis en lumière la structure de financement de l'économie dans cinq pays européens. S'agissant du financement des entreprises non financières, la situation est résumée par le tableau ci-dessous.

	Prêts des institutions Financières	Financements de marché	Autres financements
Allemagne	74,7	8,7	16,6
Espagne	33,3	14,6	52,1
France	2,3	60,4	37,3
Italie	30,5	37,7	31,8
Zone euro (4 pays)	45,8	26,7	27,5
Royaume-Uni	12,6	64,3	23,1

Le tableau suivant, extrait du « rapport Bollon » sur la taxation de l'épargne et les risques de délocalisation, illustre bien les différences observées dans le financement des entreprises.

Structure de détention des actions (en %) à fin 1998				
	Etats-Unis	Allemagne	Royaume-Uni	France
Ménages	45.6	1.3	16	11.1
Entreprises	n.d.	38	1.4	17.7
Fonds de pension, assurances, mutual funds	45.8	26.1	54	26.6
Non résidents	7	11.8	27.8	35.7
Autres	1.6	6.1	0.8	8.9

Source : banques centrales, calculs Caisse des dépôts et Consignations

L'Europe se distingue des Etats-Unis par le poids moins lourd des ménages, et plus lourd des non résidents.

En Allemagne, la structure des participations croisées explique la part très importante dans le capital des entreprises d'autres entreprises. Cependant, la situation évolue en Allemagne : Comme en France depuis quelques années, on assiste à un «décroisement» des participations croisées, que ne pourra qu'accélérer la réforme fiscale annoncée par le gouvernement Schroder : cette réforme permettra d'effectuer ces décroisements en franchise d'impôt sur les plus values.

Le Royaume-Uni se singularise par le poids très lourd des fonds de pension dans le capital des entreprises, situation miroir de structure du patrimoine financier des ménages.

La France enfin se caractérise par la place très importante prise au cours des dernières années par les non résidents. On peut se féliciter de la capacité d'attraction qu'exerce l'économie française sur les investisseurs. Il faut cependant reconnaître que cette situation est aussi l'image en creux du manque d'investisseurs nationaux : Aucune catégorie d'agents économiques n'a pris le relais des particuliers, qui détenaient encore, il y a une quinzaine d'années, le tiers de la capitalisation des actions françaises.

On assiste peut-être à un certain infléchissement de ces tendances dans la période la plus récente : les particuliers sont de plus en plus actifs sur les marchés d'actions, notamment à travers Internet et les « brokers on line. » Le paradoxe voulait que dans les dernières années, les particuliers, malgré un poids « macro-économique » déclinant dans le capital des entreprises, restaient très nombreux à détenir des actions : 5.2 millions d'individus, soit plus de 10% de la population adulte. Il est possible que la nouvelle catégorie d'investisseurs en actions, plus jeune et plus active, finisse par représenter un poids plus significatif que les millions de personnes qui avaient acquis quelques actions dans les années 80 et 90, souvent à l'occasion des privatisations.

On enregistre aussi des infléchissements de l'épargne intermédiée investie en actions. Les contrats d'assurance-vie actuellement souscrits sont de plus en plus souvent en unités de compte, et investis en actions. Quant aux OPCVM actions, ils représentent maintenant un bon tiers de l'encours des OPCVM français, même si le déclin des OPCVM monétaires semble maintenant enrayé.

Dans toutes les déformations de la structure des placements de l'épargne, la fiscalité joue un rôle décisif. En France le « rapport Bollon » a fait le point de la fiscalité des valeurs mobilières en Europe.

- S'agissant des dividendes, tous les pays européens sauf la France pratiquent une retenue à la source qui, selon les cas est libératoire (Belgique, Italie et Suisse) ou non (Allemagne, Espagne, Luxembourg.) Cependant en Allemagne, l'imposition à la source est en pratique libératoire, car les revenus de valeurs mobilières sont rarement déclarés au fisc. Les taux d'imposition varient de 12,5 (Italie et Luxembourg) à 35 % (Suisse).
- En matière de plus-value, l'hétérogénéité est plus grande, entre les pays où les plus-value sont exonérées de toute imposition (Belgique, suisse) ceux qui différencient plus-values à court terme et plus values à long terme (Allemagne, Espagne et Luxembourg) Les taux sont très variables, de 12.6% en Italie (pour les «participations non qualifiées) à 56% en Espagne (pour les plus-values à court terme.)

De manière générale, le « rapport Bollon » met en cause l'instabilité fiscale qui est imposée aux actionnaires résidents, à laquelle les non résidents, eux, échappent dans une large mesure. Cette instabilité est particulièrement nuisible aux placements à long terme que sont par nature les actions. En 1996 par exemple, le seuil d'exonération des plus-values a été abaissé sans préavis. De la même façon, le PEA a assujetti en 1996 et 1997 les plans existants à des prélèvement additionnels sans prévoir de sortie aux conditions qui étaient celles prévues à l'origine, en 1992, par le législateur.