

## Assemblée Nationale

### Audition du mercredi 4 mars 2020

#### L'épargne dans un environnement de taux bas

##### I – Le taux d'épargne des ménages reste élevé en France malgré les taux bas.

- ✓ Comme le montre le [graphique 1](#), en % du revenu disponible des ménages, le taux d'épargne reste élevé depuis le début des années 90 : il oscille autour de 14 à 15% (il a été de 14,8% sur les 12 mois à fin 2019).
- ✓ Ce taux est le 2<sup>ème</sup> en Europe (après les 18% de l'Allemagne) et se situe au-dessus de la moyenne de la zone Euro (12%), et très nettement au-dessus de celui de pays comme le Royaume-Uni (6,5%).
- ✓ Cette résistance de l'épargne des ménages à un haut niveau malgré une très faible rémunération s'explique par les incertitudes :
  - sur l'avenir à long terme en France,
  - sur les retraites,
  - sur le chômage,
  - sur le niveau de vie des enfants et petits-enfants, ...
- ✓ Au total, l'épargne des ménages progresse environ deux fois plus vite que le PIB depuis le début des années 2000.

**II – Mais le taux d'épargne financière ne représente qu'une fraction (36%) de l'épargne totale des ménages (voir [graphique 1](#))<sup>1</sup>.**

Ainsi, nette des investissements immobiliers, l'épargne financière des ménages français oscille-t-elle autour de 5 à 6% des revenus disponibles depuis le début des années 2000.

C'est que l'investissement immobilier – favorisé depuis quelques années par les prêts à taux bas – a maintenu un effort d'épargne annuel de l'ordre de 9 à 10% des revenus disponibles (mais il faut noter que la hausse des prix de l'immobilier, entretenue par la croissance du crédit hypothécaire, enchérit le coût de l'acquisition immobilière au-delà souvent de l'avantage de taux).

**III – La détention d'actifs financiers par les ménages français dénote toujours une forte aversion au risque.**

Comme le montre le [graphique 2](#), les préférences vont toujours vers les produits de taux « sans risques » :

1) L'assurance-vie (fonds Euros).

Cette classe d'actifs reste la plus prisée : le dernier encours connu est de 1789 Milliards € (soit 50% du PIB).

Malgré les rendements qui s'amenuisent, la collecte est soutenue (500 Millions € en janvier 2020).

Les compagnies d'assurance, victimes des taux bas, ont été obligées de réduire les rendements sur les contrats Euro (1,4% en 2019 contre 1,8% en 2018).

De ce fait, on constate, à côté de la stabilisation des contrats Euro, une hausse marquée des souscriptions de contrats en unités de compte. Entre septembre 2019 et janvier 2020, la part des unités de compte dans le total des souscriptions est passée de 24 à 34% (reflétant ainsi l'envolée des actions en 2019).

---

<sup>1</sup> INSEE : Tableaux de l'économie française - Édition 2019 Epargne-Patrimoine.

## 2) Les livrets réglementés.

Malgré un taux de rémunération récemment fixé à son plancher de 0,50% (lequel ne compense pas l'inflation), les livrets continuent d'attirer l'épargne. Les livrets A atteignent un encours de 300 Milliards € (collecte cumulée de 15,8 Milliards € sur les trois premiers trimestres de 2019, soit + 4,1%). .

Au total, sous toutes ses formes, l'encours de l'épargne réglementée (tous livrets et comptes à terme) représente plus de 1000 Milliards d'Euros.

- 3) En revanche, les fonds propres continuent d'être dominés par les actions non cotées (plus de 1000 Milliards d'encours), ce qui reflète la forte détention d'actifs familiaux professionnels par les entrepreneurs individuels. Mais les actions cotées (dont les contrats en unités de compte) ne représentent que 500 Milliards d'Euros, alors que leur rendement est positif (le [graphique 3](#) ci-joint montre l'effet des taux bas sur l'encours des assurances-vie : ce sont les flux nouveaux, et non les revalorisations, qui contribuent à soutenir l'encours).

## 4) Les dépôts à vue s'emballent.

Une des évolutions les plus marquantes, des moins signalées – et des plus problématiques – de l'épargne en France est la croissance des dépôts à vue depuis 2015 (la Banque de France a calculé que, depuis le Quantitative Easing en 2015, la contribution des dépôts à M3 est, aujourd'hui, plus du triple du rythme observé lors de la décennie précédente). Ces dépôts ont augmenté de plus de 10% en 2019. Leurs encours dépassent aujourd'hui 1100 Milliards d'Euros. C'est un record historique. 53% de ces montants sont le fait des entreprises et 45% le fait des ménages.

Au total, les ménages détiennent près de 600 Milliards d'Euros en numéraire et dépôts à vue (en flux annuels, la hausse des dépôts se situe autour de 40 Milliards €)<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> L'encours par tête de monnaie fiduciaire et de dépôts à vue des ménages français est passé de 6000 € en fin 2014 à 9000 € fin 2019 (+ 50% en 5 ans). En Allemagne les chiffres sont respectivement de 14 000 € et 21 000 € (soit + 50%).

Comment l'expliquer ?

L'environnement de taux bas apparaît comme l'explication principale (en dehors de celle - classique - tenant à la croissance du crédit). C'est la « trappe à liquidités » redoutée par Keynes. Lorsque les taux d'intérêt sont ramenés en-dessous d'un certain seuil, les agents économiques tendent à se détourner des titres financiers (qui sont affectés aujourd'hui en Europe de taux négatifs, c'est-à-dire de l'équivalent d'une taxe) pour se tourner vers la « liquidité pure » (monnaie fiduciaire et dépôts à vue bancaires). Certes, ces actifs ne rapportent rien à leurs détenteurs. Mais, une fois mobilisés, ils conservent leur valeur faciale et ne sont pas réduits par la « taxe » des taux négatifs.

Ce phénomène a pris une ampleur considérable en Europe.

Ainsi (voir [graphique 4](#)), en Allemagne, la part purement liquide des portefeuilles est passée de 6% en 2000 à 17% en 2018, soit une progression de 183%.

|  |                |            |
|--|----------------|------------|
| En France, on est passé de 5 à 7%, soit une progression de | 40%            | sur 18 ans |
| En Espagne   | ” de 6 à 12%,  | ” de 100%  |
| En Italie  | ” de 10 à 16%, | ” de 60%   |
| Au Japon   | ” de 6 à 12%,  | ” de 100%  |

Cette préférence pour la « liquidité absolue » est évidemment problématique en ce qui concerne l'investissement productif : cet investissement ne peut être financé par les dépôts à vue et le numéraire. On comprend mieux pourquoi l'investissement productif global ait baissé de près de 20% entre 2000 et 2017.

*Jacques de Larosière*

&&

## ANNEXE I

Une idée du transfert de ressources réelles induite par les taux bas et négatifs.

### **a) Encours des Assurances-vie :**

1789 Milliards Euros

Depuis deux ans : 1,5% de rémunération.

Si les taux étaient « normaux » : autour de 3% (dont 1,8% d'inflation et 1,2 en taux réels), on aurait eu : 1789 Milliards x 1,5% supplémentaires = 26 Milliards € de revenus par an.

### **b) Dépôts réglementés :**

Avec 2% de rémunération (au lieu de 0,5) on aurait, sur 1000 Milliards € :  
20 Milliards € / an.

1,5% d'intérêts supplémentaires, soit 15 Milliards d'euros de revenus.

On aurait, ainsi, sur ces deux catégories, 41 Milliards € de « non taxation » (pour mémoire, l'IRPP rapporte annuellement 77 Milliards €).

&&

## ANNEXE II

### 1°) Les « gagnants »

#### Les emprunteurs :

- Immobiliers : le taux des crédits à l'habitat se situe à 1,39%, mais les prix de l'immobilier montent
- L'Etat : dette publique 2400 Milliards € (soit 100% du PIB)

coût de la dette publique : 40 Milliards € en 2019

- on avait prévu 44,7 Milliards €
- on aura 37,2 Milliards €, soit 7,5 Milliards € d'économies  
(de 2010 à 2016, 19 Milliards € ont été économisés)

### 2°) Les « perdants »

- Les épargnants, dont on estime normal qu'ils ne reçoivent pratiquement plus de rémunération,
- Les compagnies d'assurances (déséquilibres de leurs comptes du fait de l'obligation de détenir des actifs non rémunérés face à des engagements contractuels longs),
- Les banques, qui contribuent au financement de l'économie, et dont la marge bénéficiaire s'érode avec des taux 0,
- Le « système » : les primes de risque disparaissent ou s'amenuisent à l'excès, ce qui est l'annonce de crises futures,
- Le financement des investissements productifs à long terme, qui est pénalisé par les taux bas et négatifs.

&&