

Le comportement d'épargne des ménages en France

Par [Karine Chakir](#), Economiste

La France est le pays développé où le taux d'épargne est le plus fort. Le ministre de l'Economie et des Finances aimerait faire baisser ce taux afin de favoriser la consommation et la croissance. La part de l'investissement en actions dans l'épargne totale y est relativement faible, ce qui n'est pas conforme à la théorie du choix du portefeuille. Les ménages français préfèrent placer leurs économies sur le livret A dont la rémunération est connue à l'avance, et ce en dépit de sa baisse en août 2003. En passant de 3 à 2,25%, le taux compense tout juste la hausse des prix (2,2% en 2003). Nous verrons qu'au sein des indicateurs économiques persistent des raisons objectives à l'engouement pour le livret A, bien au-delà du traditionnel argument de la forte aversion des français pour le risque.

I – Quelques approches théoriques de l'épargne

a) Les approches macroéconomiques

On définit généralement l'épargne comme la partie non consommée du revenu disponible ou revenu après impôts.

Pour les adeptes de John Maynard Keynes, l'épargne est d'autant plus importante que le revenu est élevé. Un ménage à faible revenu ne satisfera pas ses besoins en consommation et n'augmentera pas (ou peu) son épargne suite à une hausse de son revenu, sa propension marginale à épargner (variation de l'épargne sur variation du revenu) sera proche de zéro. En corollaire, un ménage à revenu élevé augmentera son épargne suite à une hausse de son revenu, sa propension marginale à épargner sera proche de un. La relation entre le revenu disponible et l'épargne est donc positive et croissante.

La théorie macroéconomique est aussi utile pour comprendre l'épargne actuelle grâce aux trois motifs de détention de la monnaie évoqués par Keynes : **transaction** (effectuer des achats), **précaution** (faire face aux dépenses imprévues) et **spéculation** (arbitrer sur les marchés financiers). Le motif de précaution renvoie à l'épargne de court terme sur des placements liquides non contraignants au rendement connu, comme le livret A. Le motif de spéculation renvoie à l'épargne de long terme par l'utilisation d'opportunités sur les marchés financiers pour des produits aux rendements incertains (voire négatifs) comme les actions et obligations.

b) L'effet Pigou, ou effet d'encaisses réelles

L'épargne peut être perçue comme un renoncement à consommer à court terme. De ce fait, le taux d'intérêt est la rémunération de cette privation. Pendant ce renoncement, les prix des biens peuvent augmenter. L'arbitrage entre la consommation et l'épargne dépend donc du **taux d'intérêt réel**, qui correspond au taux d'intérêt nominal réduit du taux d'inflation. Logiquement, l'épargne est faible si le taux d'intérêt réel est faible, donc si l'inflation est forte.

Mais Arthur Pigou, dans son approche méso-économique, revisite en 1928 la relation entre l'épargne et l'**inflation** sous l'angle du motif de précaution. Quand les prix augmentent, les ménages constituent leurs encaisses en valeur réelle, donc placent à nouveau afin de conserver le « pouvoir d'achat » de leur épargne. L'inflation est alors vue comme une taxe sur l'épargne. Les années 70 nous ont permis de constater que, en période de forte inflation, les agents emprunteurs sont favorisés par rapport aux agents prêteurs. Aujourd'hui, l'effet Pigou est de $-0,3$ en France : les ménages compensent 30% des pertes de richesse réelle due à l'inflation par une hausse de leur épargne. Mais, l'inflation étant relativement faible depuis le milieu des années 80, il convient de chercher ailleurs les motivations à l'épargne.

c) La théorie du cycle de vie

Des auteurs comme **Franco Modigliani** (1963) se sont inspirés des travaux microéconomiques de Milton Friedman (1957) sur l'affectation « inter-temporelle » du revenu (raisonnement sur plusieurs périodes) pour élaborer une théorie des comportements de consommation et d'épargne au cours du cycle de vie. L'épargne et l'endettement (épargne négative) dépendent des besoins de l'individu, qui ne sont pas les mêmes selon les étapes de la vie.

L'épargne est négative au début de la vie d'un adulte : il s'endette pour financer ses études. Pendant sa période d'activité, il consomme moins qu'il ne gagne, ce qui lui permet de rembourser son prêt étudiant, puis de constituer une épargne pour financer sa retraite. Une fois à la retraite, il puise dans son épargne pour vivre. L'épargne est une nécessité, indépendamment des taux d'intérêt et d'inflation. Cette théorie est bien adaptée aux pays où l'éducation est coûteuse et où la retraite n'est pas (ou peu) prise en charge par la collectivité. En revanche, elle convient peu au cas français, même si nous sentons la prudence à compléter la retraite par mutualisation (ou socialisation) d'une épargne (individuelle) pour une retraite par capitalisation.

II – Les caractéristiques de l'épargne en France

a) Un taux d'épargne élevé

La France est le pays développé ayant le taux d'épargne (épargne sur revenu disponible brut) le plus élevé : **16,7% fin 2003** ou 15,8 sur l'ensemble de l'année 2003 (source INSEE). C'est aussi le seul pays dont le taux n'a cessé de s'accroître depuis 1991. Il a varié de 14% en 91 à 17,3% en 2002 alors que, sur cette même période, il passait de 15 à 11,3% en Espagne, de 12 à 10% en Allemagne, de 11,5 à 5% au Royaume-Uni et de 9 à 3% aux Etats-Unis !

Les ménages français, peu confiants en l'avenir, ont continué à accroître leur épargne dans un contexte de faible croissance des revenus, rendant cette épargne d'autant plus difficile à réaliser.

L'épargne globale se décompose en une **épargne financière** (placements courts ou longs, 44%) et une épargne non financière immobilière (acquisition de logement et/ou terrains, 56%). Le remboursement de prêts immobiliers étant plutôt rigide, l'évolution de l'épargne globale s'explique essentiellement par les déterminants de l'épargne financière. De 1960 à 1977, le taux d'épargne avoisinait les 20% et la part de l'épargne financière dans l'épargne totale était de 30%. De 1978 à 1987, le taux d'épargne est passé de 20 à 11% et la part de l'épargne financière dans l'épargne totale s'est réduite à 15%. Sur cette période, l'achat anticipé de biens immobiliers est la motivation principale à l'épargne. Depuis 1988, le taux d'épargne avoisine les 16% et la part de l'épargne financière dans l'épargne totale atteint 44%. Le système financier français se modernisant, les privatisations ont offert des opportunités de placements et les actifs financiers sont plus variés et rentables.

Sachant que l'épargne financière regroupe autant les livrets A que les titres boursiers, il conviendrait de cerner la part de chacun.

b) Les aspects politiques et sociaux du livret A

L'appellation « livret A » regroupe les livrets d'épargne réglementée gérés par La Poste, les Caisses d'Epargne et le Crédit Mutuel (livret bleu), destinés à tous ou à une certaine catégorie (livret jeune). Ils sont soumis au même taux, jusqu'à présent fixé par le ministre de l'économie, en concertation avec le premier ministre, qui peut donc influencer le taux d'épargne. Le livret A, qui existe depuis 122 ans, est détenu par **46 millions** de résidents français, soit les trois-quarts de la population ! Les fonds collectés sont centralisés par la Caisse des Dépôts et Consignation et contribuent notamment au financement des logements sociaux. Pour certains allocataires sociaux, exclus des banques traditionnelles, le livret A de La Poste est le

seul outil de bancarisation. Le taux du livret A sert aussi de référence au calcul des intérêts du LEP et du PEL. Pour toutes ces raisons, la modification du taux de rémunération du livret A est délicate et fortement commentée.

Le rapport Nasse-Noyer (Christian Noyer étant le gouverneur de la Banque de France), présenté en mars 2003, veut réduire les aspects politiques et sociaux du livret A, en modifiant notamment la méthode de calcul de son taux de rémunération au **1^{er} août 2004**. La rémunération sera indexée sur l'indice **Euribor** (European Interest Bank Offered Rate), le taux directeur à court terme (trois mois) de la Banque Centrale Européenne, qui baisse régulièrement depuis mi-2000. Le taux de rémunération du livret A sera donc la moyenne entre l'indice Euribor et l'inflation, auquel sera ajouté 0,25 point de pourcentage. Pour le LEP (livret d'épargne populaire), créé en 1982 et réservé aux personnes payant moins de 660 euros d'impôts sur le revenu (66% des ménages), on ajoute 1 point de pourcentage au taux du livret A. Quand le taux directeur de la BCE baisse, les conditions auxquelles les banques font fructifier l'épargne sur les marchés financiers s'affaiblissent. C'est ce qui justifia la baisse du taux du livret A en août 2003. Le taux directeur, donc la rémunération du livret A, devrait s'élever en 2005 si la reprise se confirme.

L'aspect d'instrument politique que constitue le livret A doit cependant être nuancé par le fait que les encours ne dépassent pas les 114 milliards d'euros (10% de l'épargne totale en France) et, surtout, par **l'incertitude en terme de décaissement** à chaque variation du taux de rémunération !

Année	Taux livret A avant	Taux livret A après	Décaissement Net en Md €	Taux inflation
Mi 1996	4,3	3,5	11,42	De 1,8 à 2,4
Mi 1998	3,5	3	1,97	De 2,4 à 1,2
Mi 1999	3	2,2	8,35	De 1,2 à 0,5
Mi 2000	2,2	3	3,5	De 0,5 à 2,2
Mi 2003	3	2,25	1,8	2,2

Depuis août 2003, la rémunération du livret A compense tout juste l'inflation, mais les encours continuent d'augmenter pour des raisons liées au manque de confiance des ménages en l'avenir, que nous étudierons plus loin.

c) L'importance de la gestion collective et la faible part des actions

Malgré les 46 millions de livrets A, nous devons relativiser l'engouement pour ce produit par le fait qu'il ne regroupe que 10% de l'épargne française. La vraie caractéristique de l'épargne française est l'importance de la **gestion collective**, ou gestion d'OPCVM. La gestion collective est née en 1964 en France avec les SICAV (société d'investissement à capital variable, gestion sous forme de société anonyme), puis de FCP (fonds communs de placement, gérés en copropriété). La gestion collective présente l'avantage de la mutualisation des risques pour les particuliers et la mutualisation des coûts pour la société de gestion. En effet, ces produits financiers étant composés de différents titres (gestion diversifiée), les éventuelles baisses de rendements de certains titres peuvent être compensées par les hausses d'autres titres. La France est le **second pays**, après les Etats-Unis, en terme de gestion collective, devant l'assurance-vie, pourtant favorisée par la fiscalité française. **40% des ménages** détiennent ce type de produits, dont les encours sont le triple de ceux du livret A. La gestion collective représentait 368 milliards d'euros fin 2003.

En 2002, le Commissariat Général au Plan s'est inquiété de la faible part des **actions** dans le patrimoine des français. En 2003, elle est de 32%, un pourcentage beaucoup plus faible que les taux britanniques, allemands ou américains. Cette faible part s'explique notamment par l'organisation collective de la protection sociale. Cependant, on ne peut que constater l'augmentation de ce pourcentage, qui était de 11% en 1977, 17% en 1988 et 30% en 2001. En intégrant les actions non cotées, autre caractéristique du patrimoine français (détention d'actifs familiaux), ce pourcentage n'est finalement pas dérisoire.

Néanmoins, la faible part des actions dans le patrimoine des français peut paraître paradoxale au regard de la **théorie du choix de portefeuille** développée par James Tobin (1958). Cette théorie explique qu'un portefeuille optimal doit combiner placements liquides, produits de gestion collective et d'assurance-vie, actions et obligations. Les actions devraient prendre une place plus importante à long terme car elles sont plus performantes que des autres placements financiers. Sachant la relation inverse entre le rendement et le risque, un portefeuille diversifié permet une

bonne répartition des rendements et des risques. Beaucoup de ménages français ont un portefeuille incomplet. L'explication de l'aversion naturelle des épargnants français au risque nous paraît insuffisante. Une étude approfondie des déterminants actuels et futurs de l'épargne, en prenant appui sur les rendements des divers produits est nécessaire.

III – Les déterminants actuels et futurs de l'épargne en France

a) Confirmation des anciennes motivations

Dans un contexte d'instabilité environnementale, les ménages privilégient les placements liquides au taux connu à l'avance, ce qui explique l'augmentation des dépôts sur le livret A, l'outil le mieux adapté à l'épargne de précaution. L'enquête du COE (Centre d'Observation Economique, rattaché à la Chambre de Commerce et de l'Industrie de Paris, lettre mensuelle sur www.coe.ccip.fr) montre que les ménages ont accru leurs réserves financières en 2003 pour des raisons de **précaution** dans **42,3%** des cas (motif en hausse depuis 2002), bien avant l'anticipation de grosses dépenses (19,4%) et l'achat de logement (16,4%). L'encours du livret A passe de 101,1 milliards d'euros fin 2000 à 113,5 fin 2003.

Le livret A est-il si peu rémunérateur, sachant qu'il ne comporte ni impôt ni charge ? La réforme du PEL en décembre 2002 le rend moins opportun pour ceux, nombreux parmi les anciens contractants du PEL, qui ne concrétisent pas leur plan en prêt immobilier. De ce fait, son rendement passe de 4,05% nets à 2,5, donc 2,25 après prélèvements sociaux. Les SICAV monétaires rapportent 2,22% nets en 2003 (3% bruts) et les comptes à terme 1,8%. Tous ces arguments sont en faveur du livret A, malgré la baisse de son taux à 2,25% ! Une étude Ipsos pour les AGF réalisée en avril 2004 montre que 67% des ménages français ne sont pas prêts à investir sur des produits financiers risqués. 60% des 33% de ménages restants n'impliqueraient pas plus de 10% de leur épargne sur ces produits risqués.

Il est à noter que les ménages ont développé un faible recours au crédit, malgré des taux d'intérêt attractifs, car ils ont une faible confiance en l'avenir, notamment en ce qui concerne leur exposition au risque de **chômage**. Parmi les mesures visant à inciter les ménages à consommer, applicables en juin 2004, se trouve la déduction des impôts d'une part des intérêts d'un crédit à la consommation, ainsi qu'une plus grande possibilité pour les grands-parents de prêter à leurs petits-enfants (structurellement débiteurs !). Mais ces mesures n'agissent pas sur les motivations profondes des comportements d'épargne : la précaution.

b) Les nouvelles motivations

Fin 2003, les ménages français, qui n'ont pourtant pas cessé d'accroître leur épargne depuis 1991, ont puisé dans leurs réserves, simplement pour faire face à des dépenses courantes (43,2% des cas). L'enquête du COE de janvier 2004 montre que la principale motivation à ces décaissements est une **faible croissance du revenu disponible brut** en 2003 (+1%, la plus médiocre hausse depuis 7 ans, selon l'INSEE). En effet, depuis 3 ans, la hausse du « pouvoir d'achat » du revenu disponible brut est de plus en plus faible. Il ne s'agit pas d'un retournement de tendance. En effet, les ménages ont partiellement reconstitué leurs réserves début 2004, les motivations à épargner étant plus fortes. Malgré la baisse des impôts sur le revenu, le pouvoir d'achat des ménages s'est affaibli de 0,8% en 2003. Ceci explique que la consommation n'a que très légèrement augmenté : 1,2% en 2002, 1,3 en 2003, certainement 1,8 en 2004.

Une motivation à l'épargne récemment apparue est celle de la constitution d'un capital en **complément de retraite**. Le gouvernement a récemment finalisé des produits pour inciter les ménages à placer individuellement (PERP : plan d'épargne retraite populaire) ou dans le cadre d'une entreprise (PERCO : plan d'épargne retraite collective, qui se substitue au PPESV). Il n'est pas sûr que ces produits connaissent un grand succès, les actifs financiers existants, notamment en gestion collective (type SICAV), étant de plus en plus souscrits en vue de la retraite. Cette motivation n'est exprimée que par 4% des ménages français début 2004, contre 23% des britanniques (enquête Ipsos/AGF), mais ce taux pourrait s'évoluer.

c) Une motivation provisoirement affaiblie

Depuis deux ans, le placement en vue du **paiement des impôts** est une motivation très faible. La politique fiscale est claire et les ménages ont bien intégré la baisse de l'impôt sur le revenu.

Néanmoins, pour les épargnants les plus avisés, **l'effet ricardien** persiste. Par cet effet, David Ricardo (1814) a montré que les ménages augmentent leur épargne quand ils prennent conscience de l'appauvrissement à long terme que constitue l'augmentation de la dette publique (63,7% du PIB fin 2003), avec le cumul des intérêts. Pour 2004, connaissant le déficit public (4,1% du PIB), supérieur au maximum du pacte européen (3%), certains ménages anticipent une hausse des impôts (confirmée par la hausse des taxes locales et TIPP). Ils savent que les

déficits d'aujourd'hui sont les suppléments d'impôts de demain et constituent des encaisses en conséquence.

Conclusion

Le maintien d'un fort taux d'épargne des ménages français est anticipé pour 2004, au même taux que 2003, à 16,3% annuels, avec une hausse de l'épargne financière de 7,5% (comme en 2003) et une hausse de l'épargne logement à 1,5% (le double de la croissance de 2003).

Ces chiffres pourraient être revus à la baisse avec la prise en compte des effets des mesures d'incitation à la consommation par réduction de l'épargne et/ou incitation à l'endettement, en place depuis juin 2004.

Mais un autre effet pourrait renforcer le fort taux d'épargne des ménages français : le développement de la retraite par capitalisation. Qu'elle soit complémentaire ou jugée indispensable, elle constitue l'élément moteur de l'épargne à venir. Même les ménages prudents s'ouvrent à quelques produits d'assurance-vie, incités par le dynamisme du réseau bancaire qui propose des PERP depuis fin avril.