

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES  
Séance plénière du 31 janvier 2007 à 9h30  
« Épargne retraite »

<b>Document N°12</b>
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Le faible contenu en actions de l'épargne  
des ménages français pèse sur son rendement

*DGTPE – DP Analyses Economiques, N°2 – Juin 2003*

## Le faible contenu en actions de l'épargne des ménages français pèse sur son rendement : une comparaison avec les Etats-Unis.<sup>1</sup>

A définitions équivalentes, les ménages français épargnent nettement plus que les ménages américains depuis la fin des années 70. Cet écart s'est accentué au cours de la dernière décennie. En 2001, les taux d'épargne français et américain s'établissaient ainsi respectivement à 12,8% et 2,0%, contre 11,3% et 7,1% en 1991.

Cet écart persistant sur l'effort d'épargne ne se retrouve pas dans la richesse des ménages<sup>a</sup>. En 2001, l'actif patrimonial total des ménages représente environ 5,5 fois leur revenu disponible brut dans les deux pays. Les ménages américains ont en effet bénéficié de plus values patrimoniales globalement plus élevées : sur la période 1979-2001, leur taux de plus values<sup>b</sup> aurait été supérieur d'environ 1,9 point par an à celui des ménages français.

Cet écart de plus values ne s'explique pas par un meilleur rendement des actifs financiers localisés aux Etats-Unis. En moyenne sur la période 1979-2001, le rendement des obligations américaines est resté proche de celui des obligations françaises, tandis que les plus values générées et le taux de dividendes des actions françaises étaient supérieurs à ceux des actions américaines.

L'écart de plus values traduit en fait pour une bonne part l'impact de différences de structure de l'épargne, davantage orientée vers les actions et les fonds de pension aux Etats-Unis :

- l'épargne française contient moins de produits financiers longs (actions, obligations, assurance vie).
- les placements français en assurance-vie contiennent eux-mêmes moins d'actions que leurs équivalents américains (type fonds de pension).

Ces deux facteurs expliqueraient chacun environ un tiers de l'écart de plus values patrimoniales constaté entre les ménages français et américains. Le reste de l'écart est plus difficile à expliquer. Il pourrait en partie traduire un différentiel de plus values immobilières, dont la mesure exacte reste délicate.

De tels écarts de plus values patrimoniales peuvent exercer une influence sensible sur les taux d'épargne. Les ménages sont d'autant plus susceptibles de relâcher leur effort d'épargne que leurs plus values financières sont importantes.

Une maquette liant le niveau des plus values financières au taux d'épargne à richesse constante suggère que les ménages français auraient pu réduire de 2 points leur taux d'épargne moyen entre 1979 et 2001 si leur surcroît d'épargne liquide par rapport aux ménages américains avait été placé en contrats d'assurance-vie et que ces contrats avaient été investis à 50% en actions (en supposant que ces mouvements n'ont pas d'effet sur les rendements respectifs des différents actifs).

Par ailleurs, une augmentation de 1 point des plus-values réelles sur les contrats d'assurance-vie en France se traduirait aujourd'hui, à patrimoine inchangé, par un reflux du taux d'épargne de 0,4 point – ou un soutien équivalent à l'effort de préparation de la retraite.

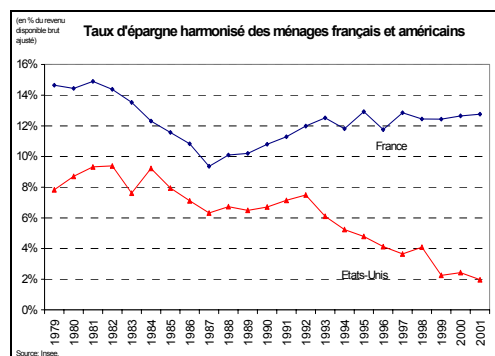
Ces estimations confirment l'intérêt pour les pouvoirs publics de favoriser une réorientation de l'épargne française vers des produits mieux adaptés aux motifs d'épargne longue, plus risqués mais plus rémunérateurs.

a. La richesse des ménages est mesurée ici par le ratio actif total / revenu disponible brut.

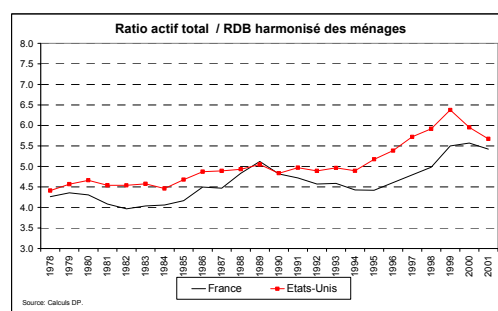
b. Le taux de plus values est mesuré ici par le ratio plus-values / actif total des ménages.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction de la Prévision et de l'Analyse Economique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

## Malgré un écart croissant entre les taux d'épargne français et américain au cours des années 1990...



... la richesse des ménages est restée proche dans les deux pays au cours des dernières années.



Depuis les années 80, le rendement du patrimoine des ménages américains est supérieur de 2% en moyenne à celui des ménages français.

Une analyse de l'épargne des ménages français et américains suppose au préalable d'harmoniser les définitions comptables du taux d'épargne entre les deux pays.

Alors que les organisations internationales publient souvent des taux d'épargne non harmonisés, un travail récent d'homogénéisation de l'Insee<sup>3</sup> suggère que le taux d'épargne en France serait sensiblement supérieur à celui des Etats-Unis mais proche du taux moyen de la zone euro.

Les taux d'épargne français et américain s'établissent sur données ajustées à 12,8% et 2,0% respectivement en 2001.

La France est un des seuls pays où le taux d'épargne ne s'est pas replié depuis le milieu des années 1990. En revanche, l'effort d'épargne aux Etats-Unis s'est sensiblement relâché sur cette période.

La richesse des ménages peut être mesurée par le ratio patrimoine / revenu disponible.

Malgré le repli de leur effort d'épargne, la richesse des ménages américains est restée légèrement supérieure à celle des ménages français au cours des années 1990.

La contribution de l'endettement à la variation du patrimoine brut serait plus vigoureuse aux Etats-Unis qu'en France. Elle ne compenserait cependant pas la contribution de l'épargne à la variation du patrimoine qui est sensiblement plus faible aux Etats-Unis :

### Décomposition de la variation nominale annuelle moyenne du patrimoine brut des ménages aux Etats-Unis et en France

(en moyenne annuelle sur 1979-2001)	Etats-Unis	France
Variation annuelle moyenne du patrimoine total	8.1%	7.7%
Contribution annuelle moyenne...		
... de l'épargne	1.4%	2.9%
... de l'endettement	1.3%	0.9%
... des décalages comptables 1/	0.1%	0.5%
... de l'amortissement 2/ 3/	-1.1%	-1.1%
... des changements de nomenclature comptable	0.3%	0.2%
... des gains nominaux de valorisation sur le patrimoine total	6.0%	4.3%
Moyenne de l'inflation annuelle	4.5%	4.7%
Gains réels de valorisation sur le patrimoine total	1.5%	-0.4%
<b>Ecart de gains réels de valorisation sur le patrimoine total</b>		<b>1.9%</b>

1/ Les décalages comptables traduisent l'impact des défauts de bouclage en comptabilité nationale des comptes de flux et des comptes de patrimoine.

2/ Sources: France: comptes nationaux et calculs DP. Pour les Etats-Unis, le taux d'amortissement du capital non financier des ménages américains est réputé égal au taux français.

3/ Cette contribution correspond au taux d'amortissement du capital non financier multiplié par la part de celui-ci dans le patrimoine total des ménages (soit env. 1/2). Par nature, le taux d'amortissement du capital des ménages est sensiblement inférieur à celui du capital productif des entreprises.

Cette décomposition suggère donc que les ménages américains auraient tiré profit de plus-values patrimoniales plus importantes que celles des ménages français depuis 1979. L'écart serait important, de l'ordre de 1,9 point par an en termes réels.

Le Commissariat au Plan<sup>4</sup> suggère que la comptabilité nationale pourrait surestimer la part des actions non cotées en France et aux Etats-Unis. Une meilleure comptabilisation accroîtrait encore l'écart de rendement.

<sup>3</sup> Cf. Insee ; *Taux d'épargne des ménages : de quoi parle-t-on ?* ; février 2002.

<sup>4</sup> Cf. Commissariat Général du Plan ; *La place des actions dans le patrimoine des ménages : mesure et comparaisons internationales* ; 2002.



**Cet écart de rendement patrimonial ne semble pas traduire un rendement supérieur des actifs financiers localisés aux Etats-Unis.**

Sur la période 1979-2001, les plus values générées et le taux de dividendes sont plus élevés sur actions françaises que sur actions américaines. Le rendement réel annuel moyen<sup>5</sup> des actions françaises s'établit à 12,1% sur la période, contre 10,1% pour les actions de l'indice S&P500.

Le rendement des obligations américaines est resté relativement proche de celui des obligations françaises, en lien avec des évolutions comparables des taux longs nominaux et de l'inflation sur la période. Les données disponibles ne permettent de comparer aisément que la période 1986-2001 où les rendements réels annuels moyens seraient supérieurs en France.

<i>(Rendements réels moyens)</i>	<b>Etats-Unis</b>	<b>France</b>
	<i>(en monnaie nationale)</i>	
Actions (1979-2001)	10.1%	12.1%
Obligations (1986-2001)	5.0%	7.6%

*Source: Datastream, calculs DP.*

En outre, les placements d'agents américains à l'étranger auraient été pénalisés vis à vis de placements similaires d'investisseurs européens du fait de la dépréciation moyenne des monnaies européennes vis à vis du dollar sur la période<sup>6</sup>.

Sauf à supposer que les ménages américains auraient surperformé le marché américain grâce à une meilleure diversification internationale de leur patrimoine ou en tirant profit de périodes à fort rendement<sup>7</sup>, l'écart de plus values patrimoniales entre les deux pays traduirait pour l'essentiel l'impact de différences de composition des patrimoines.

**Le contenu plus faible de l'épargne française en produits financiers longs (actions, obligations, assurance vie)...**

La place importante des placements liquides en France traduirait pour une bonne part une épargne davantage orientée vers la couverture du risque de chômage que vers la préparation de la retraite.

#### **Composition du patrimoine financier des ménages en France et aux Etats-Unis**

<i>(part dans l'actif financier des ménages, en moyenne annuelle sur la période 1979-2001)</i>	<b>Etats-Unis</b>	<b>France</b>
Dépôts et numéraires	20.2%	40.0%
TCN et obligations	8.2%	5.3%
Crédits		1.2%
Actions et Opvcm	42.2%	36.2%
Provisions d'assurances	28.1%	14.2%
Autres	0.8%	3.1%

*Source: Flows of funds (Federal Reserve), Comptes de patrimoine (Insee).*

La composition du patrimoine des ménages français s'est néanmoins rapprochée de celle des ménages américains. La part des actifs à long terme<sup>8</sup> dans leur patrimoine total a triplé en 20 ans et atteint 34% en 2001 (contre 55% aux Etats-Unis).

<sup>5</sup> Le rendement d'un actif financier est la somme des plus values et des revenus actualisés auquel il donne droit, rapportée au prix d'achat. Il s'agit de rendements géométriques bruts d'impôts, l'impact des évolutions contrastées de la fiscalité du patrimoine dans les deux pays étant sans doute limité.

<sup>6</sup> Sur la période 1979-2001, le rendement réel moyen des actions françaises libellée en US\$ aurait ainsi été de 9,3% (contre 10,1% en euro). En pratique, les investisseurs institutionnels américains se couvrent très peu face au risque de change.

<sup>7</sup> Ainsi le rendement des actions américaines aurait été plus élevé que celui des actions françaises au cours des dernières années, alors que le rendement réel des obligations américaines aurait été plus élevé en début de période. En particulier, le rendement réel des obligations américaines serait un peu plus élevé que celui des obligations françaises en prenant en compte le début des années 80 (9,4% selon Siegel aux Etats-Unis sur 1982-2001 contre 8% selon l'INSEE en France sur 1982-2000).

<sup>8</sup> Actions, obligations, assurance-vie, Opvcm.



... expliquerait environ 1/3 de l'écart de rendement patrimonial.

Ce contenu plus important de l'épargne française en produits liquides expliquerait environ 1/3 de l'écart de rendement patrimonial entre les deux pays sur la période 1979-2001 :

**Impact de la composition du patrimoine financier sur les plus values patrimoniales**

(en moyenne annuelle sur la période 1979-2001)	Etats-Unis	France
<i>Gain nominal moyen de valorisation en France</i>		
Dépôts et numéraires		0.4%
TCN et obligations		0.9%
Crédits		0.0%
Actions et Opvcvm		12.3%
Provisions d'assurances		0.1%
Autres		0.0%
Gains nominaux de valorisation sur le patrimoine financier 1/ (a)	5.4%	4.7%
Moyenne de l'inflation annuelle (b)	4.5%	4.7%
Gains réels de valorisation sur le patrimoine financier c=a-b	0.9%	0.0%
<b>Impact de l'écart de structure du patrimoine financier sur les gains réels de valorisation du patrimoine financier (d)</b>		0.9%
Part des actifs financiers dans le patrimoine (c)	63.5%	40.4%
<b>Impact de l'écart de structure du patrimoine financier sur les gains réels de valorisation du patrimoine f=d*(e_us)</b>		<b>0.6%</b>

1/ Moyenne des plus values financières par produits en France, pondérée par la part des actifs associés dans le patrimoine financier aux Etats-Unis (colonne de gauche) et en France (colonne de droite).

Par conséquent, la colonne de gauche correspond aux plus-values dont auraient tiré profit les ménages américains, compte-tenu de la structure de leur patrimoine financier, avec un taux de plus-values identique à celui des ménages français. La différence de taux de plus-value correspond donc bien à l'impact du seul écart de structure de patrimoine.

La structure des patrimoines financiers figure dans le tableau de la page précédente. Calculs DP.

**Le contenu plus faible en actions de l'assurance-vie française ...**

Par ailleurs, les contrats diversifiés en actions (en unité de compte) restent minoritaires dans l'assurance-vie française. En revanche, la structure des placements des fonds de pensions est plus proche d'une gestion de portefeuille optimale à l'horizon de la retraite (de l'ordre de 60% d'actions).

... expliquerait encore 1/3 de l'écart de rendement patrimonial entre les deux pays.

L'impact de cette différence expliquerait encore 0,6 point de l'écart de plus values patrimoniales.

**Ecart de plus values patrimoniales des ménages aux Etats-Unis et en France.**

(en moyenne annuelle)	1979-2001
<b>Ecart de plus values réelles sur le patrimoine total</b>	<b>1.9%</b>
dont contribution des différences de structure du patrimoine financier	0.6%
dont contribution de l'écart de plus values réelles sur l'assurance-vie	0.6%
autres (dont écart de plus values réelles immobilières)	0.6%
<i>p.m. écart de plus values réelles sur le seul patrimoine financier (a)</i>	<i>1.9%</i>
<i>p.m. écart d'intérêts et dividendes réels reçus (b)</i>	<i>0.9%</i>
<i>soit écart de rendement réel sur actifs financiers (a)+(b)</i>	<i>2.8%</i>

**Au total, ces deux effets de structure expliqueraient 2/3 de l'écart de rendement des patrimoines.**

L'écart moyen de plus values aurait ainsi été réduit de 1,2 point si le surcroît d'épargne liquide des ménages français par rapport aux ménages américains avait été placé depuis 1979 en contrats d'assurance-vie investis à 60% en actions.

**Le reste de l'écart de rendement patrimonial (soit 0,6 point) semble plus difficile à expliquer.**

Le reste de l'écart de plus values patrimoniales (soit 0,6 point) pourrait en partie traduire un différentiel de plus values immobilières. L'absence de données précises quant au patrimoine immobilier américain n'a pas permis une analyse plus approfondie de ce point. Le différentiel de plus values immobilières pourrait traduire pour une part l'impact de conventions comptables liées au choix du déflateur du patrimoine non financier<sup>9</sup>.

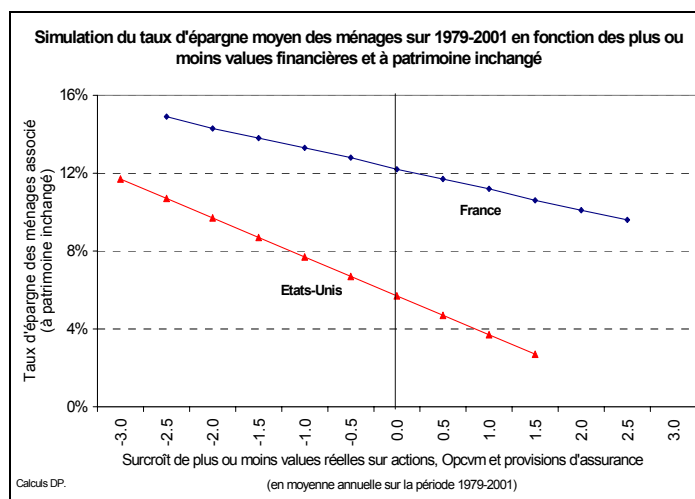
<sup>9</sup> Les statistiques de la BRI suggèrent que la croissance des prix immobiliers sur longue période, corrigés de l'inflation, serait proche dans les deux pays : 1,0% en France et 1,2% aux Etats-Unis.



Si les ménages français avaient tiré profit de plus values financières comparables à celles des ménages américains depuis 1979...

Des écarts de plus values patrimoniales peuvent exercer une influence sensible sur les taux d'épargne. Les ménages sont d'autant plus susceptibles de relâcher leur effort d'épargne que leurs plus values financières sont importantes.

L'impact de variations de plus values patrimoniales sur le taux d'épargne des ménages serait deux fois plus important aux Etats-Unis qu'en France :



L'épargne des ménages français serait elle-même sensible aux plus-values réelles, notamment sur les contrats d'assurance-vie.

... leur taux d'épargne moyen aurait pu être inférieur de 2 points sans que leur richesse soit modifiée.

Une maquette liant le niveau des plus values financières au taux d'épargne des ménages suggère que le taux d'épargne français à richesse inchangée aurait pu n'être que de 9,8% en moyenne depuis 1979 (au lieu de 12,2%) si leur surcroît d'épargne liquide par rapport aux ménages américains avait été placé en contrats d'assurance-vie et que ces contrats avaient été investis à 50% en actions :

### Simulations du taux d'épargne moyen depuis 1979 en fonction d'un surcroît de plus ou moins values financières et à patrimoine constant

(en moyenne sur la période 1979-2001) (en %)	Etats-Unis	France
Taux d'épargne moyen des ménages (données harmonisées) 1/	57	122
Taux d'épargne...		
... si les plus values financières des ménages américains avaient été en moyenne égales à celles des ménages français depuis 1979	97	122
... si les plus values financières des ménages français avaient été en moyenne égales à celles des ménages américains depuis 1979	57	101
... si, après 1979, la part des produits d'assurance dans le patrimoine financier des ménages français avait été identique à celle des ménages américains, et si la moitié de ces fonds d'assurance avait été placée en actions.		98

1/ Moyenne géométrique. Calculs DP.



**Conclusion : un meilleur rendement de l'épargne des ménages français aurait à terme un impact favorable sur la consommation.**

Aujourd'hui, une augmentation de 1 point des plus-values réelles sur les contrats d'assurance-vie en France se traduirait, à patrimoine inchangé, par un reflux du taux d'épargne de 0,4 point - ou un soutien équivalent à l'effort de préparation de la retraite.

Ces réflexions confirment l'intérêt pour les pouvoirs publics de favoriser une réorientation de l'épargne vers des produits mieux adaptés aux motifs d'épargne longue, plus risqués mais plus rémunérateurs.

**Frédéric GONAND**

Directeur de la Publication : Jean-Luc TAVERNIER

Rédacteur en chef : Philippe MILLS

Mise en page : Maryse DOS SANTOS

(01.53.18.56.69)

