

# PIONEER UNIVERSITY

## Quels sont les moteurs de l'épargne des ménages ?

EN BREF  
*Mars 2014*

### Grande hétérogénéité des taux d'épargne des ménages

Les caractéristiques de l'épargne des ménages se sont révélées très volatiles dans le temps et hétérogènes entre les grands pays développés au cours des deux dernières décennies.

### Six dynamiques de l'épargne identifiées

Six principaux déterminants des comportements d'épargne des ménages ont été recensés: épargne passée, revenus (habitudes de consommation), performances des marchés (effet richesse), volatilité boursière (effet incertitude), marchés du crédit et fiscalité.

### L'analyse aide à évaluer les tendances futures

Bien que tournée vers le passé, l'analyse est utile pour évaluer les tendances futures des comportements d'épargne des ménages et d'éventuelles différences entre les pays.

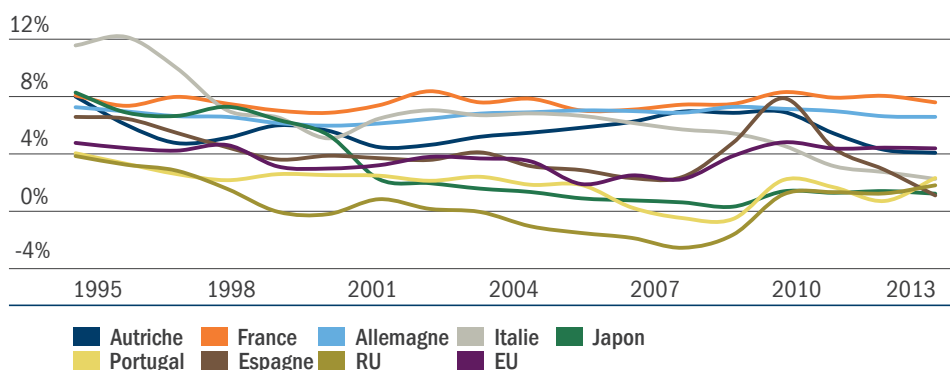


**PIONEER**  
Investments®

## Dynamiques de l'épargne des ménages

Le présent document a pour objectif de découvrir les déterminants clés de l'épargne des ménages sur les 16 dernières années dans les grands pays développés.

### Épargne nette des ménages (en pourcentage du PIB)



Sources : OCDE, Institut national de la statistique, à fin septembre 2013.

*Sur la période 1995-2012, hétérogénéité et volatilité importantes du ratio épargne/PIB entre les pays*

Entre 1995 et 2012, l'épargne nette des ménages (exprimée en pourcentage du PIB) a été marquée par une extrême volatilité dans le temps et une grande hétérogénéité entre les pays. Si le ratio est resté relativement stable à des niveaux élevés (autour de 7-8 %) pour la France et l'Allemagne pendant l'ensemble de la période considérée, les variations du comportement d'épargne des ménages ont été relativement significatives dans d'autres pays. En Italie et au Japon, par exemple, on a constaté une contraction progressive et pratiquement ininterrompue du ratio épargne/PIB sur la période de 16 ans, de niveaux d'environ 12 % et 8 %, respectivement, au milieu des années 1990 à 1-2 % en 2012. Parallèlement, dans des pays tels que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Portugal, les taux d'épargne sont restés très faibles jusqu'à 2007 – même parfois négatifs pendant quelques années – avant d'augmenter brutalement juste après la crise des sub-primes, puis de se stabiliser les années suivantes. En Espagne, la tendance a été plus ou moins la même que celle observée dans les deux pays anglo-saxons, avec des taux rebondissant de 2,4 % en 2007 à près de 8 % en 2009. Après cette période toutefois, le ratio épargne/PIB espagnol a recommencé à baisser de façon plutôt marquée pour tomber à 1 % en 2012.

Afin d'identifier les principaux moteurs de ces tendances, nous avons réalisé une analyse économétrique détaillée axée sur :

*Nous avons réalisé une analyse économétrique pour étudier les principales dynamiques de l'épargne*

- *Les variables micro et macroéconomiques*, telles que les revenus et leur croissance, la richesse des ménages, l'inflation, le chômage et la confiance des consommateurs,
- *Les variables financières*, telles que les taux d'intérêt, les performances des marchés d'actions, les prix immobiliers ainsi que le degré de développement des marchés, en accordant une attention particulière au marché du crédit,
- *Les variables de la politique fiscale*, telles que les impôts directs et indirects et les économies du secteur public,
- *Les variables inhérentes au système d'État-providence*, telles que les retraites publiques, la santé et le système éducatif,
- *Les variables démographiques*, telles que le nombre de personnes âgées, la jeunesse et l'espérance de vie.

Au plan méthodologique, nous avons estimé un modèle de panel dynamique fondé sur la méthode d'Arellano et Bond (1991)<sup>2</sup>, qui permet de générer des estimations robustes de l'hétérogénéité non observée et la dépendance sérielle (voir l'Encadré Technique pour plus de détails). Le modèle a été estimé pour l'ensemble de la période 1996-2012 et pour les sous-périodes 1996-2006 et 2007-12 afin d'évaluer d'éventuelles différences dans le comportement d'épargne des ménages avant et après la « grande crise ».

#### Résultats du modèle de panel dynamique

| Effect             |                                                  | 1996-2012 | 1996-2006 | 2007-2012 |
|--------------------|--------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|
|                    | Constant                                         | 0,09***   | 0,05**    | 0,04*     |
| <b>Constance</b>   | Épargne nette/PIB (année précédente)             | 0,67***   | 0,77***   | 0,86***   |
| <b>Habitudes</b>   | Revenu disponible réel net (var. a/a)            | 0,28***   | 0,37***   | 0,34***   |
| <b>Richesse</b>    | Prix immobiliers réels (var. a/a)                | -0,02     | -0,03*    | -0,03     |
|                    | Performance réelle des actions (a/a)             | 0,01*     | -0,01**   | 0,03***   |
| <b>Incertitude</b> | Volatilité des marchés d'actions (annuelle)      | 0,02*     | 0,01      | 0,07***   |
| <b>Crédit</b>      | Ratio d'endettement (var. a/a)                   | -0,04**   | -0,02     | -0,05**   |
| <b>Fiscalité</b>   | Impôts directs/PIB                               | -0,21***  | -0,29***  | 0,31*     |
|                    | Impôts indirects/PIB                             | -0,53***  | -0,17     | -0,76***  |
|                    | Taux d'intérêt réel des emprunts d'État à 10 ans | -0,02     | 0,07      | -0,04     |
|                    | Inflation                                        | 0,08      | 0,24*     | -0,04     |
| <b>Tests</b>       | Test de Wald                                     | 7,243***  | 653***    | 4,092***  |
|                    | Test de Sargan                                   | 109,95    | 49,48     | 50,71     |
|                    | Test d'Arellano Bond (2)                         | -0,19     | 0,22      | -0,78     |
|                    | Test d'Arellano Bond (3)                         | 0,23      | -0,74     | 0,23      |
|                    | Test d'Arellano Bond (4)                         | -0,11     | -0,70     | 1,40      |

Notes : Les résultats sont présentés pour l'ensemble de la période (1996-2012), la période d'avant crise (1995-2006) et la période de la crise (2007-2012). \*\*\*, \*\* et \* révèlent une signification statistique de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. Les valeurs-P sont calculées sur la base d'écarts types robustes.

### Le modèle a identifié six principaux facteurs régissant l'épargne

À partir de l'analyse du panel, six principaux facteurs ont été identifiés : les taux d'épargne passée (constance), les revenus (habitudes de consommation), les performances des marchés (effet richesse), la volatilité des marchés d'actions (effet incertitude), les conditions du marché du crédit et la fiscalité. Ces facteurs ont exercé une influence différenciée sur les ménages et leur capacité (ou leur volonté) à épargner en fonction de la période et du pays considéré.

### Facteur 1 – Constance : les ménages ont tendance à avoir un taux d'épargne constant, toutes choses étant égales par ailleurs

La première et la principale relation identifiée par le modèle économétrique a été entre l'épargne actuelle et l'épargne de l'année précédente. Le coefficient est de signe positif, ce qui indique la tendance des ménages à mettre de côté une partie relativement constante de leur revenu année après année, toutes choses étant égales par ailleurs.

<sup>2</sup> Arellano M. et Bond S. (1991) « Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations », The Review of Economic Studies 58, 277-297.

**Facteur 2 – Habitudes : une diminution du revenu se traduit par une contraction de l'épargne et ...**

Nous avons également découvert une relation positive au niveau de la variation d'une année sur l'autre du revenu disponible net réel. Ainsi, une croissance du revenu réel plus forte/plus faible peut entraîner un ratio épargne/PIB plus élevé/plus bas.

Bien qu'il puisse sembler évident, cet effet n'est pas automatique car un certain nombre de forces économiques entrent en jeu. D'un point de vue théorique, si l'on suppose que l'objectif des gens est de maintenir un niveau de consommation constant dans le temps, un choc négatif se traduisant par une diminution du revenu (et de son taux de croissance futur escompté) entraînera en principe un impact relativement négligeable sur l'épargne voire même, dans certains cas, une hausse de celle-ci. Ce comportement peut s'expliquer par le fait qu'après avoir subi une baisse de revenu, les personnes en viendront à diminuer leur consommation après avoir pris conscience qu'ils ne peuvent plus se permettre de maintenir leur ancien niveau de dépenses.

Toutefois, si l'on tient compte des motifs de précaution et des habitudes des ménages, la relation entre épargne et revenu devient positive. La raison à l'origine de ce comportement tient au fait qu'en raison d'une variation de leur revenu, les personnes ont tendance à ne revoir que partiellement leurs décisions de consommation – à la fois parce qu'il leur faut du temps pour s'adapter à leur nouvelle situation économique et, en cas de diminution du revenu, parce que certaines dépenses peuvent être obligatoires et qu'il faut du temps pour les réduire ou les modifier. En conséquence, si les ménages ne voient leur consommation que partiellement en cas de baisse de leur revenu, ils n'ont pas d'autre choix que de réduire leur épargne.

La baisse des taux d'épargne observée dans certains pays européens ces dernières années peut donc être directement associée à la diminution concomitante des revenus subie par les ménages.

*... l'effet a été plus marqué en Italie, au Royaume-Uni, aux États-Unis, en Espagne et en France*

**Résultats du modèle de panel hétérogène**

|                                            | Aut      | All     | Esp      | Fra      | Ita      | Jap      | Port    | RU      | USA      |
|--------------------------------------------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|----------|
| <b>Habitudes</b>                           |          |         |          |          |          |          |         |         |          |
| Épargne nette/PIB (année précédente)       | 0,25     | -0,04   | 0,29***  | 0,16*    | 0,52**   | 0,06     | -0,12   | 0,53*** | 0,37***  |
| <b>Richesse</b>                            |          |         |          |          |          |          |         |         |          |
| Prix immobiliers réels (var. a/a)          | -0,34    | -1,46** | -2,56*** | -0,47*   | 3,94*    | -3,88    | -0,11   | -9,31** | -6,72*** |
| Performance réelle des actions (annuelles) | -0,01    | 0,01    | 0,02     | -0,03*** | -0,01    | 0,01     | -0,03** | 0,04    | 0,05**   |
| <b>Crédit</b>                              |          |         |          |          |          |          |         |         |          |
| Taux d'endettement (var. a/a)              | -0,33    | -0,80*  | -3,41**  | 0,28     | 0,90     | 22,06*   | 2,86    | -8,59*  | -4,43*** |
| <b>Fiscalité</b>                           |          |         |          |          |          |          |         |         |          |
| Imp. directs/PIB                           | -0,96*** | 0,02    | -0,15    | -0,15    | -1,42**  | -1,74*** | -0,43   | -1,14*  | -0,67*** |
| Imp. indirects/PIB                         | -2,24*** | -0,11   | -0,24    | -0,19    | -2,43*** | 3,45*    | -0,91** | 2,12*** | -0,38    |

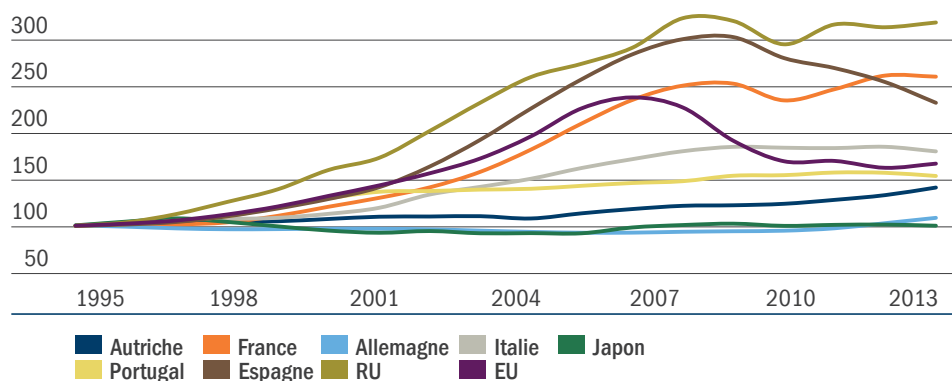
Notes : \*\*\*, \*\* et \* révèlent une signification statistique de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. Les valeurs-P sont calculées sur la base d'écarts types robustes. Le modèle incluant la variable dépendante, la variation annuelle du rapport dettes/revenu disponible brut, est estimée pour la période 1996-2009.

**Facteur 3 – Effet richesse :  
une hausse des prix des  
logements entraîne une  
baisse de l'épargne, les  
ménages ayant le sentiment  
d'être plus riches**

Afin d'évaluer l'impact différencié de chaque facteur par pays, nous avons également réalisé une analyse économétrique supplémentaire en utilisant la technique du modèle de panel hétérogène. Contrairement au panel dynamique, ce type de modèle permet une estimation de coefficients spécifiques par pays<sup>3</sup>. L'analyse du panel hétérogène montre que bon nombre de pays ont en commun l'effet habitudes. Elle a identifié une relation positive et significative entre revenu et épargne, en particulier pour l'Italie, le Royaume-Uni, les États-Unis, l'Espagne et la France.

Pour revenir au modèle général, l'un des autres facteurs qui est apparu déterminant est la variation des prix immobiliers. Cette variable apparaît dans le modèle avec un signe négatif (c'est-à-dire qu'une hausse des prix immobiliers entraîne une baisse du ratio épargne/PIB) et se révèle statistiquement significative sur la période 1996-2006. Ce résultat peut être attribué à l'existence d'un effet richesse : lorsque les prix immobiliers augmentent, les ménages ont le sentiment d'être plus riches (tout du moins ceux qui sont propriétaires de leur logement) et moins contraints d'accroître leur épargne de précaution.

**Prix immobiliers (en pourcentage des niveaux de 1995)**



Sources : BCE, S&P et Oxford Economics, à fin septembre 2013.

Selon le modèle de panel hétérogène, cette relation est particulièrement pertinente au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Espagne – à savoir les pays qui ont été marqués par une forte hausse de leur marché immobilier au début des années 2000 et par une crise ultérieure après 2008. En conséquence, il est raisonnable de penser que la tendance des prix immobiliers est l'un des facteurs qui ont tiré à la hausse les taux d'épargne dans ces pays ces dernières années.

Nous avons aussi découvert une relation statistique significative et négative entre les prix immobiliers et l'épargne pour la France et l'Allemagne, même si le second pays n'a pas connu de bulle des prix immobiliers au cours des 20 dernières années. Les coefficients ne sont toutefois pas aussi élevés que dans le cas des trois pays précédemment mentionnés<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Le problème de ces modèles est que pour leur version incluant un ensemble complet de variables indépendantes, ils nécessitent un nombre plus élevé d'observations dans le temps, supérieur à celui dont nous disposons dans notre base de données. Ainsi, nous avons décidé d'estimer des modèles hétérogènes incluant une seule variable à la fois. Bien que cette méthode ne permette pas de contrôler les autres effets, elle offre au moins la possibilité d'estimer les différentes sensibilités des pays aux facteurs pris en considération. Plus de détail dans l'Encadré Technique.

<sup>4</sup> Le signe positif indiqué pour l'Italie peut être attribué à un effet trompeur lié à une interaction entre le revenu disponible et les prix immobiliers (rappelons que, dans notre analyse, le modèle de panel hétérogène permet de contrôler une seule variable à la fois).



*Pendant la période 1996-2006, l'effet richesse a aussi été observé avec les performances des marchés d'actions, alors . . .*

*. . . que pendant la période 2007-12, surtout aux États-Unis, la baisse des actions a tiré les taux d'épargne à la baisse*

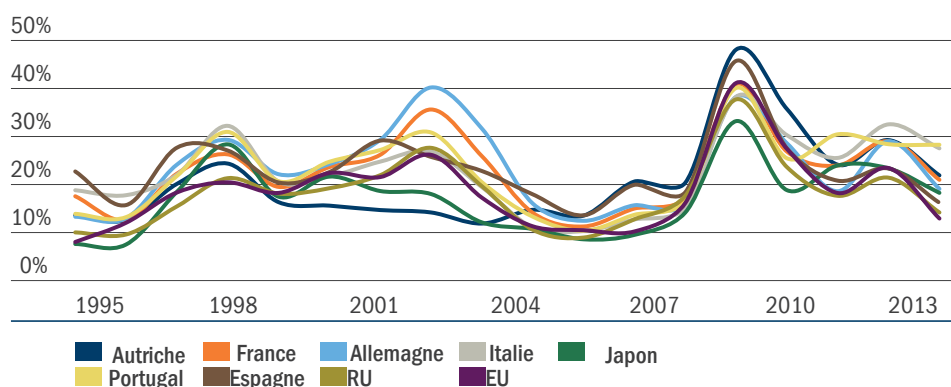
**Facteur 4 – Effet incertitude : l'épargne augmente lorsque la volatilité boursière s'accroît**

Parmi les autres facteurs analysés, les performances des marchés nationaux d'actions et leur volatilité sont également apparus comme des déterminants significatifs de l'épargne. Au cours de la période 1996-2006, une relation négative a en particulier été identifiée entre les cours des actions et l'épargne, ce qui confirme la prévalence d'un effet richesse : ayant le sentiment d'être plus riches grâce à des investissements rentables en actions, les ménages ont été incités à mettre moins d'argent de côté sous la forme d'épargne. À l'inverse, le coefficient a été positif pendant la période 2007-12. On peut interpréter ce résultat de la façon suivante : avec les fortes baisses des cours sur les marchés d'actions, les ménages ont eu le sentiment de s'être beaucoup appauvris (et d'être contraints d'épargner davantage) et ont été incités à réduire leurs placements financiers (et l'épargne réalisée à cette fin) compte tenu de la forte révision à la baisse de leurs prévisions de performance future de leurs actifs. La relation positive entre épargne et performance boursière est donc déterminée par la prédominance de ce second élément sur l'effet richesse.

À l'échelon des pays, les États-Unis sont notamment caractérisés par une relation positive entre les performances boursières et l'épargne alors que pour le Portugal et la France, c'est l'effet richesse qui prévaut.

Les résultats de nos modèles de panel dynamique révèlent également l'existence d'une relation positive entre la volatilité boursière et l'épargne. Ce facteur peut être considéré comme un substitut du degré d'incertitude qui entoure les marchés et, de façon générale, la situation économique et politique d'un pays. Plus l'environnement est incertain, plus les ménages sont incités à différer des dépenses importantes et, parallèlement, à mettre de côté davantage de ressources pour constituer une épargne de précaution. La relation entre la volatilité boursière et l'épargne est particulièrement significative et forte pour la période 2007-12, ce qui donne à penser qu'en cas d'intense volatilité boursière, l'impact sur l'épargne est plus généralisé.

### Volatilité des marchés d'actions



Source : graphique élaboré par Pioneer Investments à partir de données Datastream, à fin septembre 2013.

*Ni l'inflation ni les taux d'intérêt réels ne sont apparus comme des facteurs expliquant les comportements d'épargne*

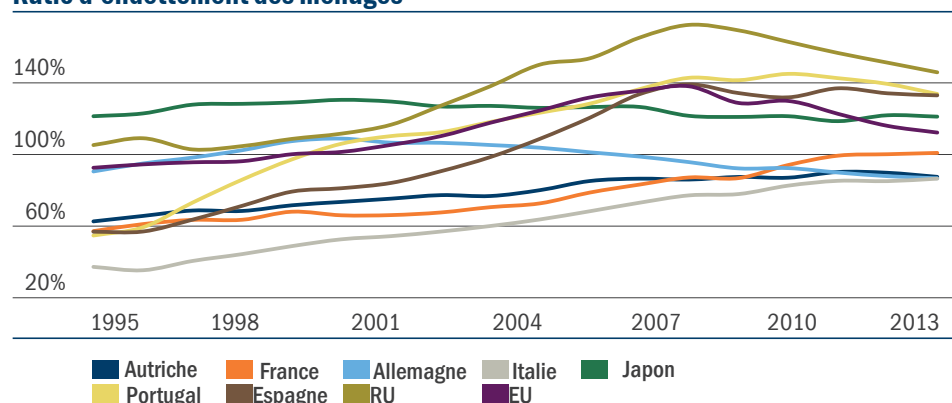
Nous avons testé d'autres variables visant à capter le niveau d'incertitude et de pessimisme des ménages, tels que la confiance des consommateurs, mais elles ne sont pas apparues comme des facteurs significatifs régissant l'épargne totale. Nous avons également intégré au modèle les taux d'intérêt réels à 10 ans et l'inflation, et ce, bien qu'aucun de ces deux éléments n'ait généré de résultats significatifs au plan statistique.

**Facteur 5 – Marché du crédit : des conditions de crédit plus restrictives entraînent une hausse de l'épargne totale, et . . .**

Le marché du crédit est un autre facteur que nous avons pris en compte dans l'analyse. Pour cela, nous avons intégré le ratio d'endettement dans le modèle, c'est-à-dire le ratio dettes/revenu disponible des ménages. Le choix du ratio d'endettement a été dicté par le manque d'autres variables du côté de l'offre susceptibles de saisir les conditions réelles du marché du crédit dans un pays<sup>5</sup>.

Nous avons notamment découvert une relation négative et statistiquement significative entre l'épargne et le ratio d'endettement. Selon nous, cela signifie qu'une baisse du ratio d'endettement est généralement symptomatique d'un durcissement des conditions de crédit. Lorsque les marchés du crédit sont plus restrictifs, les ménages manquant de liquidités sont moins nombreux à pouvoir obtenir des prêts et à être susceptibles de consommer plus que leur revenu annuel ne le leur permet, entraînant une augmentation de l'épargne totale d'un pays. En outre, lorsque les ménages ont des difficultés à obtenir un crédit, cela peut avoir un autre effet positif sur l'épargne, les personnes étant incitées à mettre plus d'argent de côté pour pouvoir se permettre de faire des dépenses importantes, telles que l'achat d'un logement ou de biens durables.

**Ratio d'endettement des ménages**



Sources : OCDE, banques centrales et Instituts nationaux de la statistique, à fin septembre 2013.

**. . . cet effet est apparu plus marqué aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne**

Comme le graphique ci-dessus le montre, le ratio d'endettement qui était orienté à la hausse dans presque tous les pays depuis 2007 a visiblement diminué ultérieurement. En particulier, les pays caractérisés par des ratios d'endettement supérieurs à la moyenne à la fin 2007, à savoir l'Espagne, les États-Unis et le Royaume-Uni, ont ensuite été marqués par une forte baisse du ratio d'endettement des ménages après la crise des sub-primes, ce qui illustre à la fois le processus de désendettement des ménages et le durcissement des conditions des marchés du crédit. Dans ces trois pays, les modèles de panel hétérogène ont confirmé une sensibilité plus élevée du ratio épargne/PIB à l'endettement des ménages.

<sup>5</sup> À cet égard, le ratio prêt/valeur d'actif, c'est-à-dire la part du prêt attribué dans la valeur globale de l'actif, aurait été un excellent indicateur. Toutefois, ces données n'étaient disponibles que pour certains pays et sur une période de temps limitée. Au cours des dernières années, certaines banques centrales (BCE, Banque d'Angleterre et Fed, par exemple) ont en particulier commencé à réaliser des enquêtes périodiques pour évaluer la situation des marchés du crédit. Ces enquêtes incluent également une évaluation des variations du ratio prêt/valeur d'actif. Nous exploitons également un modèle de panel utilisant le ratio prêt/valeur d'actif en limitant l'analyse aux pays et aux années pour lesquels nous disposons de données. Les résultats générés par le modèle de panel dynamique ont été très semblables à ceux obtenus avec le ratio d'endettement, ce qui confirme que les deux variables fournissent des informations similaires. L'écart entre les taux d'intérêt des prêts et les taux de rémunération des dépôts à court terme est une autre variable que nous avons étudiée. Même dans ce cas, nous avons obtenu des résultats très similaires à ceux du modèle utilisant le ratio d'endettement.

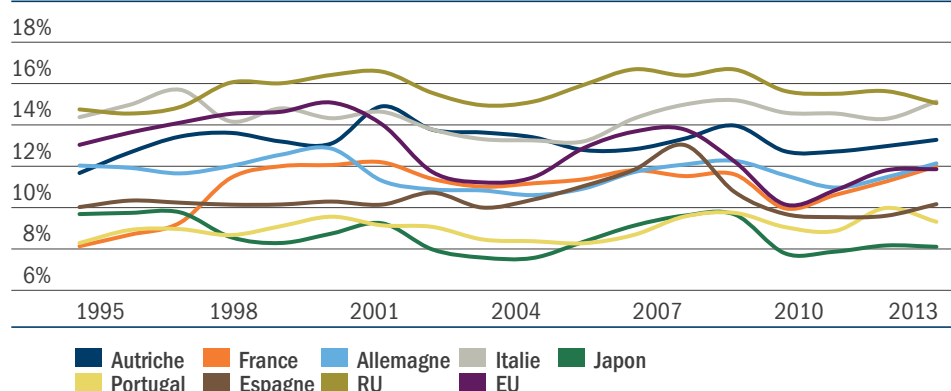
### ***Facteur 6 – Fiscalité : une hausse des impôts peut entraîner une contraction de l'épargne***

Le dernier facteur étudié est la fiscalité. Le modèle révèle que les impôts directs et indirects ont un impact négatif sur l'épargne : plus la fiscalité est élevée, moins les ménages épargnent. D'un point de vue économique, une variation des taxes sur la consommation ne devrait pas avoir d'incidence sur l'épargne dans la mesure où elle affecte aussi bien la consommation actuelle que la consommation future. On peut appliquer le même raisonnement à l'impôt sur les revenus du travail.

La situation est différente si des impôts directs sont appliqués sur les revenus du travail et du capital, car l'argent épargné serait dans ce cas taxé deux fois, augmentant le prix de la consommation future par rapport à la consommation actuelle. C'est probablement le principal déterminant du signe négatif de la relation entre épargne et impôts directs dans le modèle.

Le coefficient négatif pour les impôts indirects, très significatif pendant la période 2007-12, peut être expliqué par le fait que si une hausse des taxes sur la consommation ne perturbe pas le mécanisme de choix intertemporel, elle grève des ressources. Durant les périodes pendant lesquelles les ménages ont des difficultés à ajuster leur style de vie du fait d'une diminution de leur revenu disponible (effet habitudes), une hausse des impôts peut simplement exacerber les conséquences, entraînant une nouvelle contraction de l'épargne.

#### **Impôts directs en pourcentage du PIB**



Source : Eurostat, à fin septembre 2013.

Selon les modèles de panel hétérogène, l'Italie, le Japon et, dans une moindre mesure, l'Autriche et les États-Unis, sont des pays où l'épargne est plus sensible à la fiscalité directe. À l'inverse, l'effet de la fiscalité indirecte apparaît plus marqué pour l'Italie, l'Autriche et le Portugal<sup>6</sup>.

Ainsi, la hausse des taxes directes observée en Italie à partir de 2005 pourrait en fait être l'un des déterminants de la baisse des taux d'épargne ces dernières années. Parallèlement, les politiques budgétaires expansionnistes adoptées après 2008 dans des pays tels que les États-Unis et le Royaume-Uni peuvent aussi expliquer l'envolée des taux d'épargne observée dans ces pays.

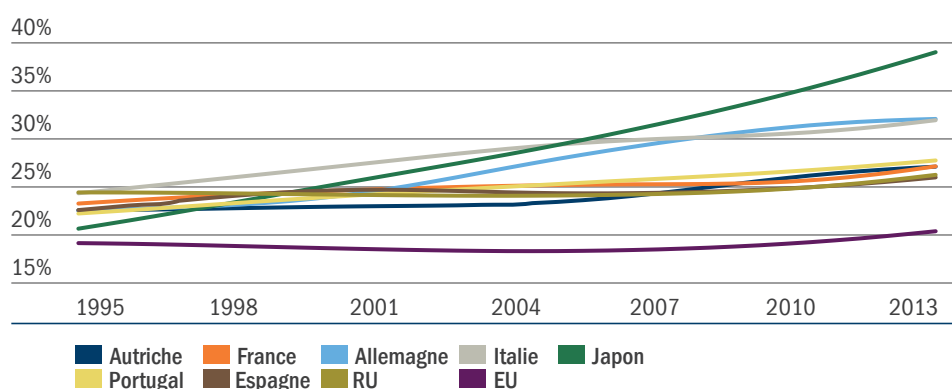
<sup>6</sup> Le coefficient positif des impôts indirects pour le Royaume-Uni est simplement un effet trompeur dû à des interactions avec d'autres variables.



La structure démographique d'un pays constitue un autre aspect susceptible d'avoir un impact considérable sur l'épargne totale d'un pays. En fait, les motifs d'épargne évoluent généralement avec l'âge et la structure du ménage. Dans un cycle de vie, les personnes ont principalement tendance à épargner pendant leur vie active et à désépargner lorsqu'elles sont à la retraite<sup>7</sup>. Si cette relation est vraie, alors la composition démographique d'un pays et l'espérance de vie devraient exercer une influence sur le taux d'épargne.

Pour évaluer l'élément démographique, nous avons inclus dans le modèle le ratio de dépendance des personnes âgées (ratio entre le nombre de personnes de plus de 64 ans et la population en âge de travailler).

### Ratio de dépendance des personnes âgées<sup>8</sup>



Source : Banque mondiale, à fin septembre 2013.

### *La structure démographique d'un pays n'a pas d'impact sur l'épargne*

Déjà très élevé au milieu des années 1990, le ratio de dépendance des personnes âgées a progressivement augmenté dans la plupart des pays considérés par l'analyse au fil des ans, en particulier au Japon, en Allemagne et en Italie. Toutefois, d'un point de vue économétrique, ce facteur n'est pas apparu significatif pour expliquer l'évolution du ratio épargne/PIB dans le temps.

<sup>7</sup> Sauf si elles ont un important motif lié à l'héritage.

<sup>8</sup> Défini comme le ratio entre les personnes de plus de 64 ans et la population en âge de travailler.

## Conclusions

Pour résumer, l'analyse économétrique a révélé :

- un effet constance – qui révèle la tendance qu'ont les ménages d'épargner une part relativement constante de leur revenu dans le temps, toutes choses étant égales par ailleurs,
- un solide effet habitudes – qui relie directement l'évolution de l'épargne à celle des revenus,
- un effet richesse – qui implique une relation inverse entre l'épargne et la performance des marchés financiers et immobiliers,
- un effet incertitude – qui est visible au niveau de l'augmentation de l'épargne de précaution durant des périodes marquées par des niveaux d'incertitude élevés,
- un effet marché du crédit – en vertu duquel l'épargne totale augmente en cas de durcissement des conditions des marchés du crédit,
- un effet fiscalité – qui entraîne une relation inverse entre épargne et fiscalité.

*Ces dernières années, la contraction de l'épargne observée dans des pays périphériques de la zone euro peut être reliée à la baisse des revenus disponibles et à la hausse des impôts, alors . . .*

Si l'on s'intéresse plus précisément aux facteurs expliquant les dynamiques les plus récentes, il semble raisonnable de relier l'importante contraction de l'épargne constatée sur la période 2008-12 dans beaucoup de pays périphériques de la zone euro à la hausse des impôts et, surtout, à la forte baisse des revenus disponibles totaux subie par les ménages. En d'autres termes, les ménages ne pouvant pas (ou ne voulant pas) ajuster leurs niveaux de consommation à leur nouvelle situation économique, l'érosion de leurs revenus s'est instantanément traduite par un recul du ratio épargne/PIB.

Si le revenu et les impôts ont exercé des pressions baissières sur l'épargne pendant la période 2007-12, d'autres facteurs ont eu un effet opposé. La volatilité élevée qui a caractérisé la période immédiatement consécutive à la crise des sub-primes a, par exemple, eu un impact positif sur l'épargne, les ménages étant susceptibles d'avoir ressenti la nécessité de mettre plus d'argent de côté (pour constituer une épargne de précaution) compte tenu des perspectives d'avenir perçues comme extrêmement incertaines. L'effet a cependant été partiellement compensé par la très forte baisse du marché des actions qui aurait dû entraîner une moindre propension à épargner via des placements financiers.

*. . . que l'augmentation soudaine de l'épargne constatée aux États-Unis et au Royaume-Uni après 2008 peut être expliquée par le désendettement et le durcissement des conditions des marchés du crédit*

Enfin, dernier élément mais non des moindres, l'effet marché du crédit. C'est l'un des principaux facteurs expliquant la hausse du ratio épargne/PIB observée aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne juste après 2008. Dans ces pays, la multiplication des défauts de paiement et le durcissement des conditions d'accès au crédit ont entraîné une forte diminution des souscriptions de nouveaux prêts par les ménages, ce qui s'est traduit par une hausse de l'épargne totale. En outre, les personnes ont été incitées à épargner plus d'argent afin de pouvoir se permettre de réaliser des dépenses importantes compte tenu des difficultés plus grandes qu'elles avaient à obtenir des prêts auprès du secteur financier, ce qui a contribué à augmenter davantage l'épargne totale.

Bien qu'axée les tendances passées, l'analyse est de nature plutôt structurelle en ceci qu'elle couvre pratiquement deux décennies. Ainsi, elle peut se révéler utile pour évaluer les comportements futurs d'épargne des ménages et prévoir d'éventuels effets différenciateurs entre les pays.

**Information Importante**

Sauf mention contraire, toutes les informations contenues dans le présent document proviennent de Pioneer Investments et sont datées du 31 janvier 2014.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Sauf mention contraire, toutes les opinions exprimées sont celles de Pioneer Investments. Ces points de vue sont susceptibles de changer à tout moment compte tenu du marché et d'autres circonstances, et rien ne peut garantir que les performances des pays, des marchés ou des secteurs seront conformes aux prévisions. Tout investissement comporte certains risques, notamment des risques politiques et monétaires. Le rendement de l'investissement et la valeur du capital peuvent varier à la baisse comme à la hausse, ce qui peut entraîner la perte de tout le capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre de vente ou d'achat d'actions ou de parts de l'un des fonds présentés ni un acte de démarchage d'un pays dans lequel une telle offre serait illégale ou dans lequel la personne qui présente l'offre n'est pas autorisée à le faire ou à l'égard d'une personne auprès de laquelle il serait illégal de faire cette offre ou cet acte de démarchage.

Ces informations ne doivent pas être diffusées et ne constituent pas une offre de vente ou une invitation à acheter des valeurs mobilières ou de prestations de services aux Etats-Unis ou dans l'un quelconque des territoires ou possessions soumis à leur juridiction, ni a ou au profit d'un ressortissant des Etats-Unis.

Pioneer Investments est un nom commercial du groupe de sociétés Pioneer Global Asset Management S.p.A.

Date de première utilisation : 1er février 2014.