



**Agnès Bénassy-Quéré,**  
seconde sous-gouverneure  
de la Banque de France.

ON PEUT REGRETTER QUE CEUX  
DES MÉNAGES QUI PEUVENT  
DIVERSIFIER LEURS PLACEMENTS  
NE S'INTÉRESSENT PAS D'AVANTAGE  
AUX PRODUITS DE FONDS PROPRES.

Lors de la pandémie, le taux d'épargne des ménages français a bondi de 15 % en 2019 à 21 % en 2020. Il est ensuite retombé à 19 % en 2021, puis 17 % en 2022, avant de rebondir légèrement en 2023. Cette année-là, on aurait au contraire pu s'attendre à ce que les ménages puisent dans leur épargne pour faire face à la poussée d'inflation.

Cette résilience de l'épargne en France se retrouve, dans une moindre mesure, en Allemagne. En revanche, l'Italie, l'Espagne ou encore les États-Unis ont vu leurs taux d'épargne revenir à leurs niveaux pré-pandémiques, voire plus bas, sans qu'on comprenne très bien l'origine de ces différences de comportements suivant les pays.

La remontée des taux d'intérêt a poussé les ménages américains à retirer leurs dépôts des banques pour consommer, mais aussi pour les placer dans des fonds monétaires. En France, les ménages ont plutôt déplacé leurs dépôts à vue vers des dépôts à terme et vers les livrets d'épargne réglementée, mieux rémunérés. Ces derniers ont connu en 2023 des collectes historiques : + 65 Mds€ pour le Livret A et le LDDS (Livret de développement durable et solidaire) réunis, et +23 Mds€ pour le Livret d'épargne populaire.

Ces placements, qui offrent sécurité et liquidité, sont largement plébiscités par les épargnants. On peut toutefois regretter que ceux des ménages qui peuvent diversifier leurs placements ne s'intéressent pas davantage aux produits de fonds propres, qui présentent sur le long terme des perspectives de rendements supérieurs. Alors qu'ils épargnent une proportion plus faible de leur revenu, les ménages américains investissent bien plus à long terme : leurs placements en produits de fonds propres représentent 272 % du PIB fin 2023, contre seulement 92 % du PIB en France.

Or, la transition énergétique passe par des investissements massifs à long terme. Pour « orienter » une partie de l'épargne vers ces investissements tout en respectant le besoin de sécurité des épargnants, la sagesse financière recommande une meilleure diversification des portefeuilles. L'Union européenne offre de ce point de vue une fantastique opportunité, à condition toutefois de réaliser enfin ce vieux projet d'union des marchés de capitaux.

La présidente de la BCE Christine Lagarde en a parlé au mois de novembre, le ministre de l'Économie et des Finances Bruno Le Maire l'a fait début janvier ; en février, le gouverneur de la Banque de France a tracé les grandes lignes d'un projet rénové d'union de financement, qui combine union des marchés de capitaux et union bancaire, et début mars, la BCE a publié une déclaration sur le sujet. L'épargne est abondante en Europe, les opportunités sont là : *hic et nunc* !



# ÉPARGNE ET INFLATION

► **OBJECTIF AFFICHÉ DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, LA STABILITÉ DES PRIX AU SEIN DE LA ZONE EURO A DE FORTES IMPLICATIONS EN MATIÈRE D'ÉPARGNE**

Qu'il s'agisse de préserver le pouvoir d'achat des ménages et leur épargne ou de permettre aux entreprises de se financer, la Banque centrale européenne, la Banque de France et les banques commerciales sont confrontées à des enjeux de première importance. Quant aux épargnants, ils sont bien souvent amenés à réaliser des arbitrages dans leur épargne, au gré de l'évolution des taux et des rendements. **Regards sur l'Épargne aborde dans ce numéro le sujet « épargne et inflation ».**

**39,91** Md€

**C'EST L'ÉPARGNE DÉPOSÉE SUR LES LIVRETS A ET LES LIVRETS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE ET SOLIDAIRE (LDDS) EN 2023**

Source : Caisse des Dépôts.

## QUELS SONT LES EFFETS DE L'INFLATION POUR LES AGENTS ÉCONOMIQUES ?

Selon l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), « l'inflation est la perte de pouvoir d'achat de la monnaie qui se traduit par une augmentation générale et durable des prix ». Concrètement cela signifie qu'à mesure que le temps passe, la quantité de biens et de services qu'un agent économique peut acquérir avec une même somme d'argent diminue. Pour illustrer le propos, prenons l'exemple d'un livre. S'il me faut déboursier 20 € cette année pour me le procurer, il m'en coûtera un peu plus de 22 € dans cinq ans avec une inflation à 2 %. En revanche si l'inflation est de 15 % par an, il me faudra dépenser 40 € cinq ans plus tard pour faire l'acquisition du même ouvrage (cf. tableau 1).

Tableau 1 : évolution du prix d'un livre vendu 20 euros au cours d'une période de cinq années

	Avec une inflation de 2 %	Avec une inflation de 5 %	Avec une inflation de 10 %	Avec une inflation de 15 %
Après une année	20,40 €	21,00 €	22,00 €	23,00 €
Après deux années	20,81 €	22,05 €	24,20 €	26,45 €
Après trois années	21,22 €	23,15 €	26,62 €	30,42 €
Après quatre années	21,65 €	24,31 €	29,28 €	34,98 €
Après cinq années	22,08 €	25,53 €	32,21 €	40,23 €

Source : Regards sur l'Épargne.

### Si l'inflation rogne sur le pouvoir d'achat des agents économiques, elle amenuise également leur épargne.

Lorsque l'épargne n'est pas placée ou lorsque son rendement est inférieur à l'inflation<sup>1</sup>, alors sa valeur réelle diminue avec le temps. Ainsi en conservant 100 € sur un compte bancaire non rémunéré ou « sous mon matelas », mon épargne ne « vaudra » en réalité plus que 95 € après un an si l'inflation est de 5 %.

### Dans ce contexte, les banques centrales interviennent pour garantir et préserver la stabilité des prix, c'est-à-dire maintenir l'inflation à un niveau ni trop élevé ni trop faible.

En effet, si une inflation trop importante est préjudiciable à l'économie, une baisse durable et généralisée des prix doit également être évitée<sup>2</sup>. Au sein de la zone euro, il incombe à la Banque centrale européenne (BCE) et aux banques centrales nationales, à l'image de la Banque de France, de s'assurer que l'inflation demeure contenue, c'est-à-dire qu'elle ne s'écarte pas de sa cible fixée à 2%<sup>3</sup>.

## CHIFFRES CLÉS

415 MDE

C'EST LE MONTANT DE L'ENCOURS DU LIVRET A (AU 31 DÉCEMBRE 2023)

15,1 %

C'EST LA PART DE L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES (EN 2022)

2 %

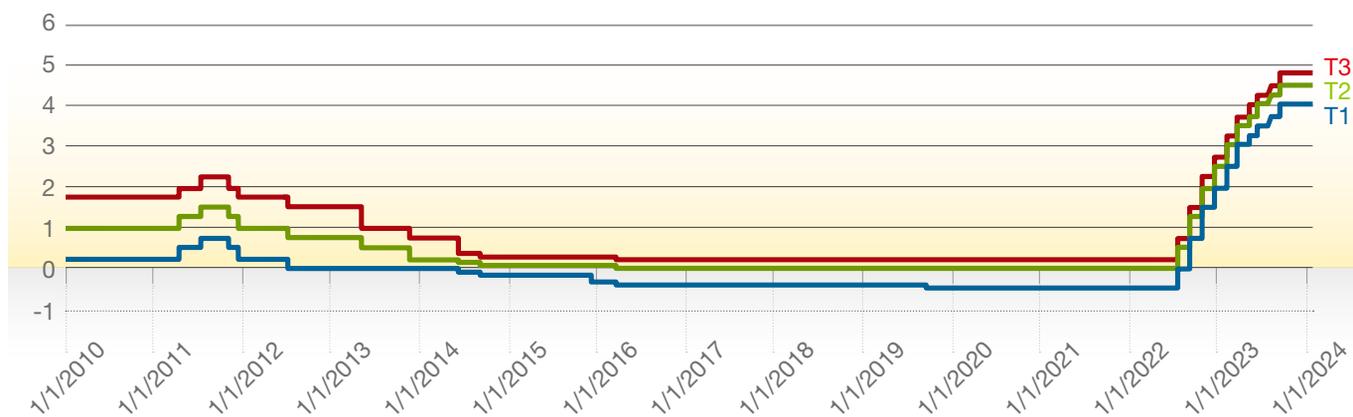
C'EST LE TAUX D'INFLATION MOYEN EN FRANCE DEPUIS 1991, HORS CHOCS PARTICULIERS (POST COVID, UKRAINE)

1. On parle ici de « rendement réel négatif ».
2. Ce phénomène est qualifié de « déflation ». La déflation a pour effet, entre autres conséquences, négatives, d'inciter les ménages à limiter leur consommation. De leur côté, les entreprises ne parviennent plus à écouler leurs stocks et réduisent leur production ainsi que leurs investissements.
3. Preuve de l'importance de cet objectif, cette mission confiée à la Banque centrale européenne et aux banques centrales nationales, qui forment le système européen des banques centrales (SEBC), est expressément prévue par les traités européens (article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne).

Si l'inflation est trop élevée, c'est-à-dire qu'elle se situe durablement au-delà de 2 %, cela signifie schématiquement que la quantité de monnaie en circulation est trop importante. La banque centrale va donc chercher à réduire la masse monétaire en renchérissant le coût de l'argent. Pour ce faire, elle va augmenter ses taux directeurs. Les taux d'intérêt des prêts proposés par les banques commerciales augmentent en conséquence, le

coût du crédit se renchérit pour les ménages et les entreprises qui empruntent donc moins. Les agents économiques réduisent leur niveau de consommation et d'investissement ce qui a pour effet de ralentir le rythme de l'augmentation des prix, c'est-à-dire l'inflation. Tel est le sens des hausses des taux directeurs décidées au cours des deux dernières années par les grandes banques centrales, à l'image de la BCE (cf. graphique 1).

**Graphique 1 : Évolution des taux directeurs de la BCE entre janvier 2010 et janvier 2024 (en %)**



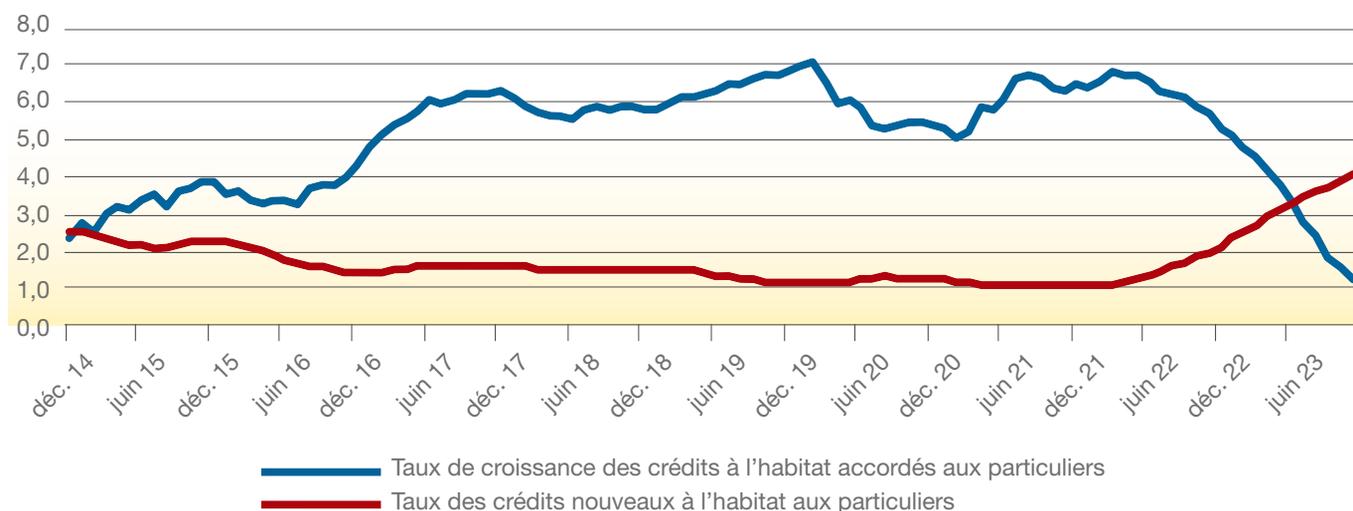
Source : Banque de France.

## EN DEHORS DES CHOCS PONCTUELS, LES EFFORTS DES BANQUES CENTRALES POUR CONTENIR L'INFLATION ONT PORTÉ LEURS FRUITS

**Assurer la stabilité des prix est un objectif complexe dont les conséquences peuvent parfois être négatives à court terme pour les agents économiques.** Par exemple, si la hausse des taux directeurs permet de juguler l'inflation, elle a également des incidences directes sur l'épargne et le patrimoine des ménages. Par exemple, le renchérissement du coût du crédit rend l'accès au financement bancaire plus difficile et donc l'acquisition d'un bien immobilier plus difficile.

Or, l'immobilier est traditionnellement un actif dans lequel les ménages français placent leur épargne, que ce soit pour faire l'acquisition de leur résidence principale ou pour réaliser des opérations d'investissement locatif. On le voit, à mesure que le coût de l'argent augmente et que le taux d'intérêt proposé par les banques commerciales croît, de moins en moins de crédits sont accordés aux particuliers afin de leur permettre d'investir leur épargne dans l'immobilier (cf. graphique 2).

**Graphique 2 : comparaison des taux de croissance des crédits à l'habitat accordés aux particuliers avec l'évolution du taux d'intérêt moyen des crédits à l'habitat entre 2014 et 2023 (en %)**



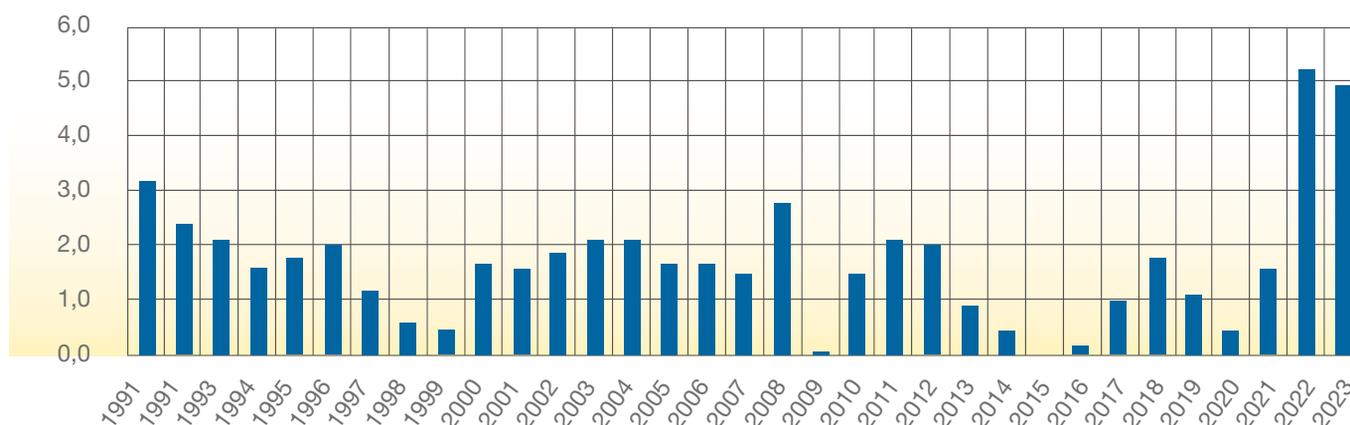
Source : Banque de France.

À l'inverse, si la banque centrale estime que le niveau d'inflation est trop bas, elle réduit ses taux directeurs. Les taux d'intérêt des prêts proposés par les banques commerciales diminuent et le coût du crédit devient moins onéreux pour les ménages et les entreprises. Pouvant emprunter davantage, ils augmentent leur consommation ainsi que leur niveau d'investissement. L'activité, c'est-à-dire la croissance, s'accélère, tout comme le niveau d'inflation.

**Globalement, et à l'exception de chocs ponctuels causés le plus souvent par des phénomènes exogènes (Covid, guerre en Ukraine, etc.), les efforts menés par la BCE et les banques centrales nationales ont porté leurs fruits.**

Depuis une trentaine d'années, le niveau d'inflation mesuré en France est proche de la cible de 2 % (cf. graphique 3).

**Graphique 3 : taux d'inflation en France entre 1991 et 2023 (en %)**



Source : INSEE.

## ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE, IMMOBILIER, BOURSE... L'ÉVENTAIL DES SOLUTIONS POUR VALORISER OU AUGMENTER SON PATRIMOINE FINANCIER EST DIVERSIFIÉ

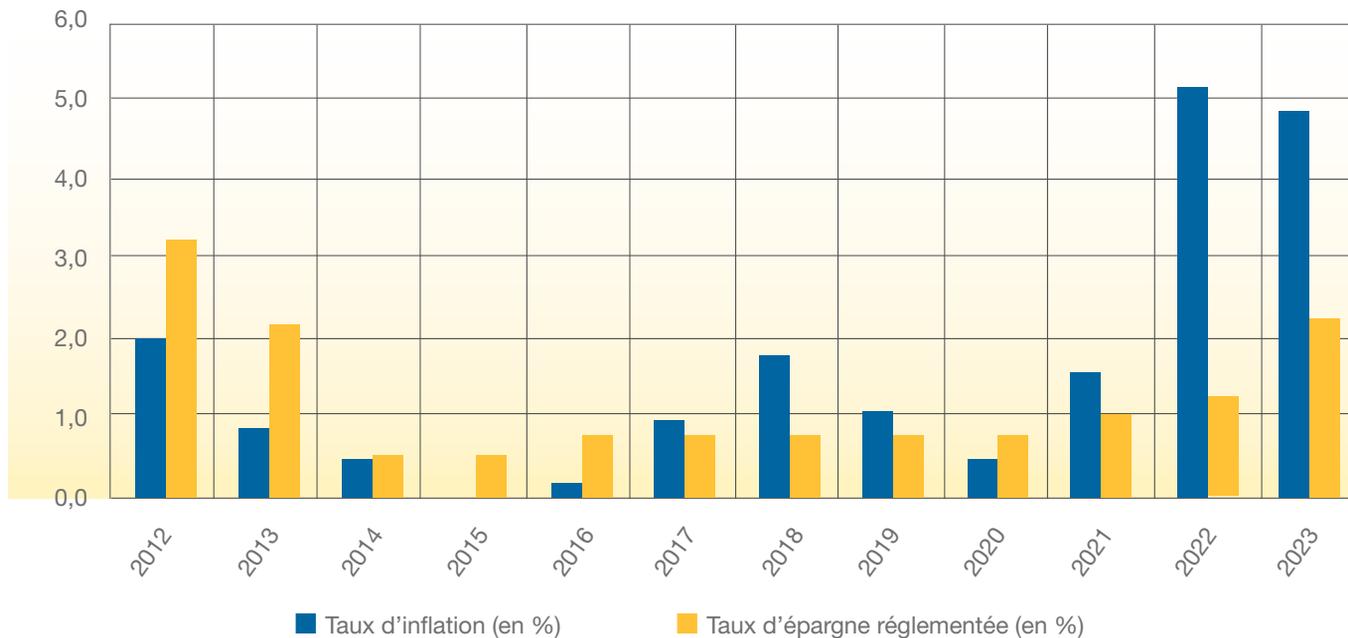
**En raison des effets de l'inflation sur l'épargne, la seule solution pour en préserver la valeur est de l'investir. Cependant, encore faut-il que les placements proposés soient en mesure de « battre » l'inflation, c'est-à-dire qu'ils procurent un rendement supérieur à l'augmentation des prix.**

Plutôt que de se livrer ici à un inventaire exhaustif des produits disponibles, il est proposé de se focaliser sur quelques-uns des placements les plus répandus. **Parmi ceux-ci figure en bonne place l'épargne réglementée**, c'est-à-dire les livrets dont les conditions de fonctionnement et de rémunération sont déterminées par les pouvoirs publics (livret A, livret de développement durable et solidaire, livret d'épargne populaire, etc.). Au 31 décembre 2022, l'encours de l'épargne réglementée, tous produits confondus, atteignait 874 Md€ soit 15,1 % du patrimoine financier des ménages.

**Si l'épargne réglementée se caractérise par sa liquidité (les fonds sont généralement disponibles à tout moment) et son absence de risque, elle doit d'abord être vue comme un moyen de se constituer une épargne de précaution ou un capital en vue d'acquérir un bien immobilier (PEL).** En effet, les produits proposés offrent une rémunération historiquement réduite et leur rendement réel a été négatif une année sur deux depuis 2012, c'est-à-dire que l'épargne placée sur ces produits a été directement affectée par l'érosion monétaire (cf. graphique 4).



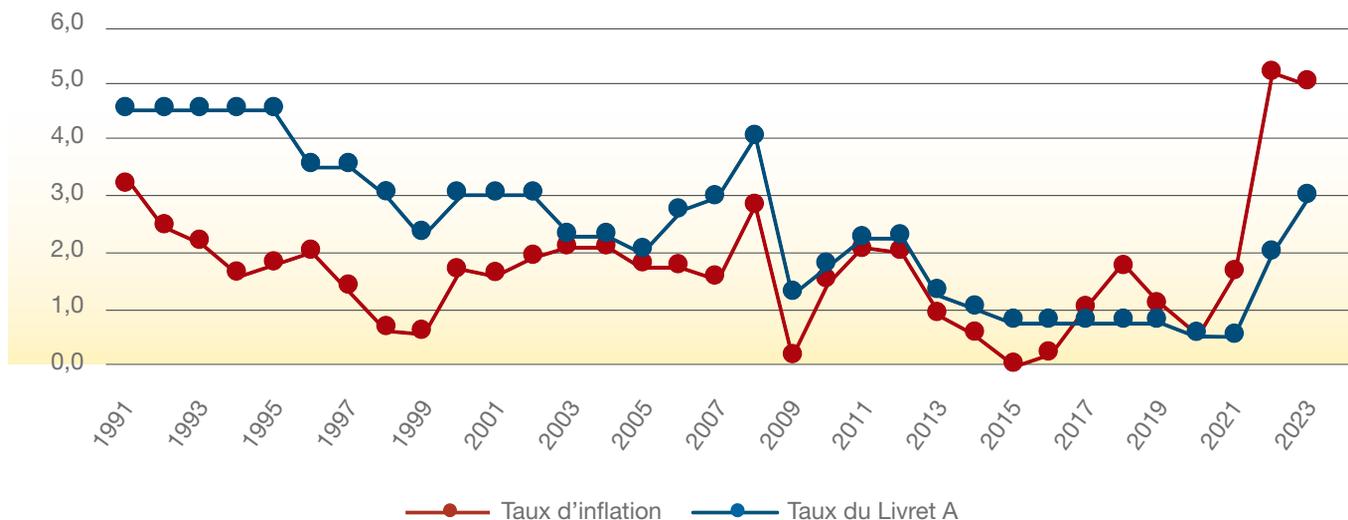
**Graphique 4 : évolution du rendement des produits d'épargne réglementée et de l'inflation entre 2012 et 2023 (en %)**



Source : INSEE, Banque de France.

**Le livret A**, qui représentait 43 % de l'encours de l'épargne réglementée au 31 décembre 2022, s'inscrit dans la droite ligne de ce qui précède. Bien que son rendement réel ait été plus souvent positif que l'ensemble des produits d'épargne réglementée<sup>4</sup>, il est d'abord un instrument permettant aux ménages de se constituer un « matelas de sécurité »<sup>5</sup>.

**Graphique 5 : Évolution comparée du taux du Livret A et de l'inflation entre 1991 et 2023 (en %)**



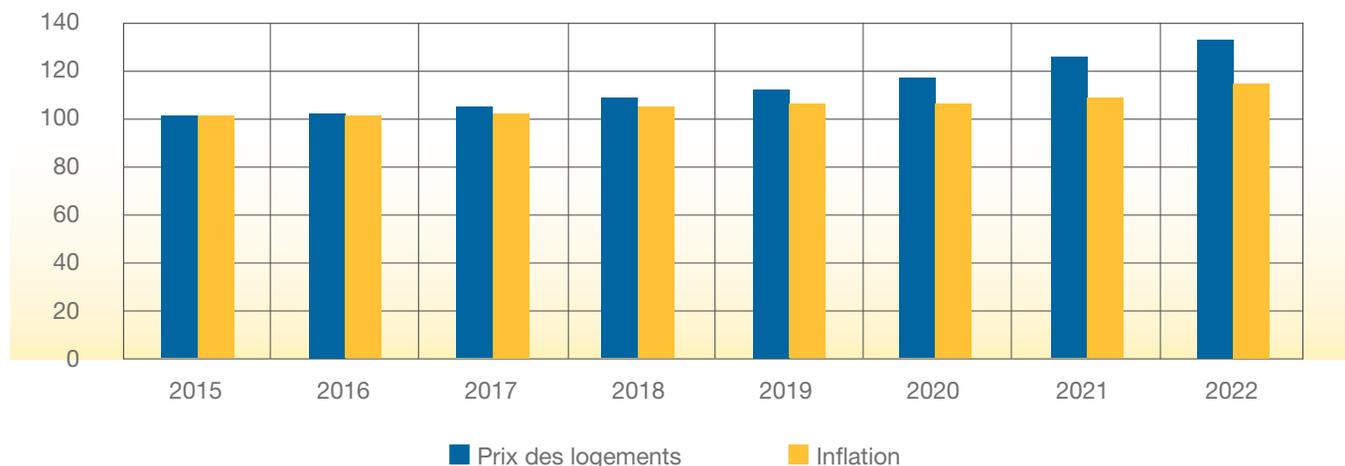
Source : INSEE, Banque de France.

4. Son rendement a été supérieur à l'inflation à vingt six reprises entre 1991 et 2023. En revanche, les sept années au cours desquelles son rendement réel a été négatif correspondent à la période 2017-2023, signe peut-être que le livret A tend de moins à être un moyen de préserver son épargne face à la hausse de l'inflation.

5. À cet égard, il convient de souligner que sur les 56 millions de livrets A détenus au 31 décembre 2022, 55 millions avaient été ouverts par des personnes physiques pour un encours de 350 Md€.

**Pour se prémunir contre l'inflation, l'immobilier demeure un investissement avisé.** Qu'il s'agisse d'acquérir sa résidence principale en vue de se constituer un patrimoine ou de diversifier ses sources de revenus (investissement locatif, « pierre-papier »), l'évolution des prix des logements est bien supérieure à l'inflation (cf. graphique 6).

**Graphique 6 : évolution des prix des logements et de l'inflation entre 2015 et 2022 (base 100 en 2015)**



Source : Eurostat.

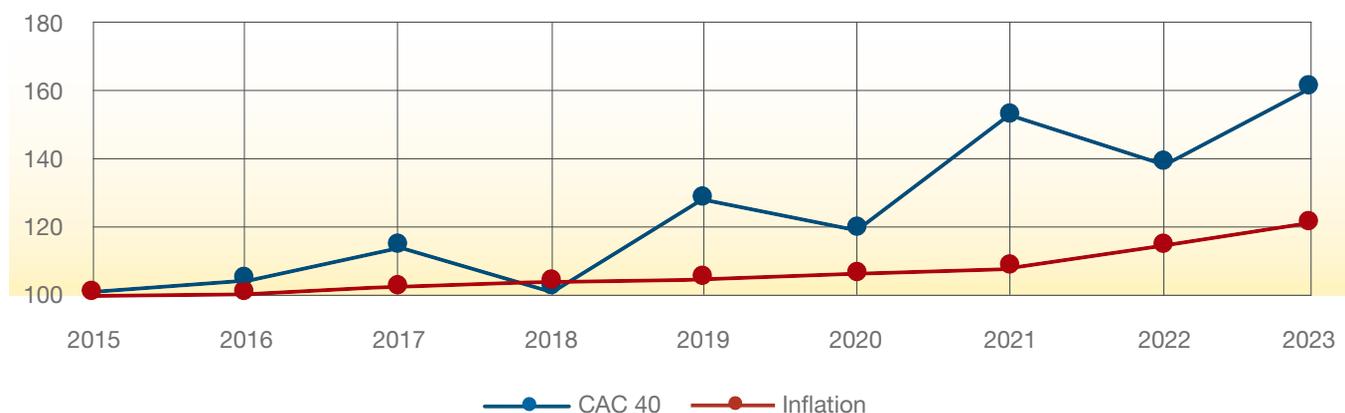
S'agissant spécifiquement de l'investissement locatif, et lorsque le contrat de bail le prévoit, le loyer peut être révisé chaque année au regard de l'évolution de l'indice réel des loyers (IRL). Concrètement cela signifie que la hausse du loyer suit l'inflation, ce qui garantit théoriquement un rendement réel positif pour l'investisseur.

**Souvent présenté comme la valeur refuge par excellence, l'or est également un bon moyen de préserver la valeur de son épargne.** À titre d'illustration, le rendement de ce placement s'est avéré au moins égal à l'inflation entre 2015 et 2023, à l'exception de l'année 2016.

Par ailleurs, dans un contexte international difficile depuis 2020, son rendement s'est encore amélioré face à l'inflation, confirmant ainsi son statut de valeur refuge au cours des quatre dernières années (+2 à +4 points selon les années).

**L'investissement en bourse, s'il est traditionnellement plus risqué, constitue probablement l'un des moyens les plus efficaces pour préserver son épargne et valoriser un capital.** Le Cac 40, qui regroupe les quarante capitalisations boursières françaises les plus importantes, offre par exemple un rendement brut de l'ordre de 6 à 7 % par an, soit un niveau bien supérieur à l'inflation (cf. graphique 7).

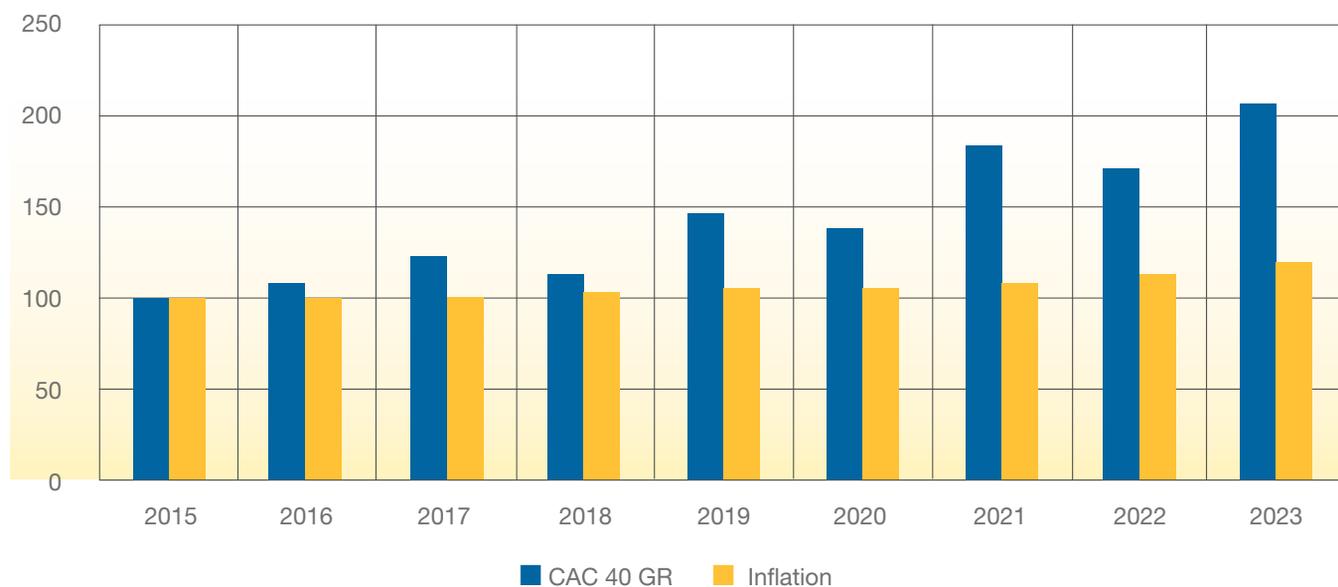
**Graphique 7 : Évolution du Cac 40 et de l'inflation entre 2015 et 2023 (base 100 en 2015)**



Source : Regards sur l'Épargne.

En faisant l'hypothèse que les dividendes versés par les entreprises du Cac 40 sont immédiatement réinvestis, la performance du principal indice de la bourse de Paris est encore meilleure face à l'inflation.

**Graphique 8 : évolution du Cac 40, dividendes réinvestis, et de l'inflation entre 2015 et 2023 (base 100 en 2015)**



Source : Regards sur l'Épargne.

**S'il est indispensable d'investir pour protéger son épargne de l'inflation, il n'existe ni recette magique ni produit miracle. Diversifier ses placements, tenir compte de son horizon d'investissement, évaluer sa capacité à accepter un risque plus grand en échange d'un rendement plus important et bénéficier des conseils de professionnels constituent autant de bons réflexes en vue de faire fructifier son capital.**

## POUR EN SAVOIR PLUS

Banque de France :

<https://www.banque-france.fr/fr>

Insee :

<https://www.insee.fr/fr/accueil>

Eurostat :

<https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>



**RETROUVEZ TOUS  
LES PRÉCÉDENTS NUMÉROS  
EN UN CLIC**

