

Les taux d'épargne des ménages

Service des études économiques et financières

Caisse des dépôts et consignations

Dans beaucoup de pays, le taux d'épargne des ménages a connu une évolution heurtée dans les années quatre-vingt (tableau 1). Il baisse aux Etats-Unis, au Japon et en France jusqu'en 1987. Le recul est modéré au Japon, plus fort aux Etats-Unis et surtout en France. En 1988, on observe un redressement sensible aux Etats-Unis. En France, le taux d'épargne paraît stabilisé. Enfin en Allemagne fédérale, le profil diffère : le point bas est atteint plus tôt (1983), puis le taux d'épargne fluctue sans que ne se dégage une tendance significative.

Tous les pays ont donc eu à faire face à une menace de réduction de l'épargne des ménages, menace qui s'est plus ou moins concrétisée. La France semble être le pays le plus affecté : la baisse atteint, dans les années quatre-vingt, six points contre deux aux Etats-Unis ou au Japon, environ un point en Allemagne. En sens inverse, les premiers résultats concernant 1989 suggèrent une consolidation de la hausse du taux d'épargne aux Etats-Unis et au Japon, mais ni en France ni en Allemagne. Il est donc utile d'essayer de comprendre les déterminants majeurs de ces mouvements en passant de la théorie aux évolutions observées.

LES DÉTERMINANTS DU TAUX D'ÉPARGNE : QUE NOUS ENSEIGNE LA THÉORIE ?

La théorie la plus connue du partage du revenu des ménages entre consommation et épargne est celle du « cycle de vie ». Les ménages lissent la

consommation sur l'ensemble de la vie, en particulier pour être à même de la maintenir lorsqu'ils seront à la retraite. Ils consomment à chaque période une fraction de la richesse réelle qu'ils ont préalablement accumulée et de la somme actualisée des « revenus humains » réels futurs, c'est-à-dire l'ensemble des revenus ne provenant pas du patrimoine. Cette fraction dépend de la préférence des ménages pour le présent et du taux d'intérêt évalué en terme réel. Une hausse de ce dernier les conduit à réaliser une substitution temporelle en épargnant davantage dans le présent pour consommer plus dans l'avenir. On s'attend donc à ce que le taux d'épargne varie avec la richesse, les revenus et le taux d'intérêt réel.

Une composante importante du modèle de cycle de vie est l'ensemble des revenus humains anticipés. Sa présence relie le taux d'épargne des ménages au partage global des revenus réels et à la croissance tendancielle. En particulier, une déformation transitoire du revenu en faveur des entreprises, peut réduire le taux d'épargne : l'anticipation des revenus salariaux futurs ne prévoit pas une baisse aussi importante. En revanche, une déformation permanente ne doit pas affecter le taux d'épargne. Bien sûr, il est possible que les ménages forment des anticipations erronées de revenus futurs. S'ils anticipent une croissance trop forte dans une période de récession, le taux d'épargne peut baisser d'une manière dommageable.

Ce modèle de cycle de vie a été enrichi par divers éléments qui le rendent plus complexe. On se

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES

limitera ici aux effets qui dépassent le court terme :

1 — L'inflation réduit la valeur réelle de la richesse des ménages, en particulier pour les composantes dont la rémunération est mal indexée sur les prix. En principe, cet effet est inclus dans les effets de richesse. Cependant, il apparaît dans plusieurs pays que l'incidence de l'inflation dépasse le simple effet d'encaisse réelle. Les ménages semblent augmenter davantage le taux d'épargne, peut-être parce que l'inflation porte une incertitude économique, des variations de prix relatifs, etc.

2 — La démographie est bien sûr à prendre en compte. Des individus à différents stades de vie n'épargnent pas de la même manière : épargne négative ou faible pour les retraités, plus forte pour les actifs d'âge moyen. En particulier, les niveaux des taux d'épargne dans les différents pays peuvent être affectés par les différences de pyramides des âges. En ce qui concerne les évolutions sur le long terme, les travaux récents du CEPII montrent que l'on peut sans doute imputer dans certains pays une part de la baisse observée dans les années soixante-dix et quatre-vingt au vieillissement plus rapide de la population. En sens inverse, on pourra observer dans l'avenir, par exemple aux Etats-Unis, une hausse du taux d'épargne en raison du grand nombre d'actifs (ceux du « baby-boom » d'après-guerre) arrivant à l'âge où les revenus sont les plus élevés. En Allemagne, une des incidences sur le long terme de l'arrivée des immigrants des pays de l'Est pourrait être également une remontée du taux d'épargne par le biais du rajeunissement de la pyramide des âges.

Une autre variable démo-économique, moins liée au cycle de vie, est le taux d'activité des femmes. Le taux d'épargne pourrait être fonction décroissante du taux d'activité féminin. En effet, l'absence de prise en compte du travail domestique biaise le taux d'épargne vers le haut. Dans le cas où la femme prend la décision de travailler, l'épargne du ménage peut ne pas être affectée. Mais la nécessité de substituer des services marchands aux services domestiques et une augmentation de la propension à consommer liée à des facteurs plus sociologiques absorbent le revenu supplémentaire. Rapportée au revenu, l'épargne doit baisser. Dans certains pays, comme au Japon, l'augmentation régulière du taux d'activité féminin pourrait contribuer à une baisse tendancielle du taux d'épargne.

3 — Les effets de revenu liés aux mouvements des taux d'intérêt ou des rendements financiers peu-

vent l'emporter sur les effets de substitution décrits dans le modèle de base. Ceci peut apparaître en particulier dans le cas où un motif essentiel d'épargne est la constitution d'une retraite. Une hausse des rendements financiers accroît le flux de revenu disponible pour cet effort, et peut freiner l'épargne si l'objectif de l'épargnant est exprimé sous la forme d'un niveau de revenu souhaité.

4 — Le fait que les plus-values réalisées par les ménages soient effectives ou latentes peut affecter les effets sur la consommation qui seraient naturellement plus faibles dans le second cas. Aux Etats-Unis et au Japon, on souligne au contraire le rôle important joué par les gains en capital sur la propriété immobilière. La possession d'un logement est assez largement répartie dans la population et les gains en capital, s'ils ne sont pas forcément réalisables par cession effective, auraient permis un accès au crédit élargi. Les banques ont effectivement développé dans les années quatre-vingt les prêts gagés sur le logement, ce qui a nourri l'envolée des crédits à la consommation des ménages.

5 — Les discussions portant sur la neutralité du financement du déficit public sont importantes. S'il y a déficit, on peut observer de nombreux effets sur la consommation (substitution des dépenses publiques à des dépenses privées ou au contraire complémentarité, par exemple construction d'autoroutes et transports individuels). Dans la vue traditionnelle, il y a éviction de la demande privée par la hausse du taux d'intérêt dans le cas d'un financement par endettement de l'Etat. L'éviction est plus limitée si le financement se fait par une hausse des impôts qui pèse sur la progression de la demande intérieure en simple effet de revenus.

La thèse de la neutralité est la suivante : s'il y a un financement par dette, les consommateurs savent que l'Etat, devant rester solvable, devra ultérieurement lever des impôts pour faire face au service de la dette. Ceci réduit leur revenu actualisé et, si l'anticipation est parfaite, freine la consommation exactement comme si l'accroissement des impôts avait lieu immédiatement. Le déficit public peut conduire à la hausse du taux d'épargne en raison de la prévision de la hausse des impôts futurs.

La vérification de cette thèse a donné lieu à de nombreux travaux économétriques sans dégager de résultats réellement conclusifs. Dans certains pays (Italie, Belgique), on constate des effets de neutralité liés à la persistance de déficits publics

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES

élevés et à l'émergence d'un problème de financement pour l'Etat. Mais dans la majorité des cas, on peut douter qu'il y ait neutralité. En plus d'une myopie des consommateurs, on met souvent en avant le fait que leur horizon est plus court que celui de l'Etat, en particulier s'ils ne se soucient pas de leurs héritiers et s'ils subissent une contrainte de liquidité qui les rend davantage sensible à l'évolution du revenu courant qu'à celle du revenu futur (un surcroît de revenu courant desserre la contrainte de liquidité).

Plus féconde sans doute se révèle l'application de la thèse de la neutralité à l'analyse des effets de la fiscalité ou des régimes de retraites. On sait que les niveaux des taux d'épargne sont fortement influencés par la répartition du prélèvement fiscal entre imposition directe et indirecte. En ce qui concerne l'évolution des taux, et dans l'hypothèse de neutralité, un changement de la structure de la fiscalité, par exemple à l'occasion de l'harmonisation fiscale entamée en Europe, ne doit pas avoir d'incidence sur le taux d'épargne : les ménages restent insensibles à toute modification présente et anticipée de la structure fiscale.

L'évolution des systèmes de retraites peut également influencer sur le taux d'épargne. S'il l'on passe d'un système de répartition à un système par capitalisation pure, la neutralité implique-t-elle que le taux d'épargne reste inchangé, va-t-il augmenter avec l'idée que l'effort individuel devient davantage nécessaire? Quelle sera la perception par les ménages de la richesse accumulée par les fonds de retraites publics ou privés? Ces questions semblent cruciales sur le long terme mais n'ont pas encore de réponses satisfaisantes.

LES DÉTERMINANTS DE BASE SONT-ILS SUFFISANTS ?

Le tableau 2 montre l'évolution du revenu disponible des ménages de 1981 à 1989 dans les différents pays. Les évolutions les plus remarquables sont la faiblesse aux Etats-Unis pendant la période de politique restrictive 1981/1982 pour le redémarrage dès 1983 avec des taux de progression soutenus de 3 à 4 % (en moyenne) ; la stabilité avec une croissance légèrement au-dessus de 2 % par an au Japon jusqu'en 1985, puis l'accélération à partir de 1986 ; le freinage important des revenus en RFA de 1981 à 1983, suivi d'une reprise ; le freinage plus tardif d'au moins deux ans en France (1983/1984) avec un redémarrage en 1986.

Les tableaux 3 et 4 présentent les taux d'intérêt nominaux et réels à court et long terme. Ils sont partout élevés en termes réels tout au long de la période : autour de 3,5 % aux Etats-Unis, de 4 % au Japon, de 3,5 % en RFA, de 4 % en France à court terme. De 5,4 % aux Etats-Unis, de 4,5 % au Japon, de 5 % en RFA, de 5,5 % en France à long terme. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt réels à court terme sont particulièrement élevés en début et en fin de période lorsque les politiques monétaires sont restrictives, ainsi qu'en 1986 en raison de la forte baisse non anticipée du taux d'inflation liée au contre-choc pétrolier. Ces derniers fluctuent autour de 3,1 % en RFA en dehors des années 1981 et 1986 où ils étaient très élevés (5,1 %). En France, la hausse est pratiquement constante depuis 1984, et au Japon les taux réels sont très stables. Les taux d'intérêt réels à long terme sont plus inertes. Ils baissent en fin de période puisqu'au surcroît d'inflation se cumule l'incidence de l'inversion de la structure par terme des taux d'intérêt.

Les taux d'intérêt réels ont en principe une influence sur les choix intertemporels des consommateurs. Cependant, ceux-ci devraient en théorie être surtout sensibles aux taux de rendements réels des actifs financiers qui conditionnent aussi l'évolution de la richesse réelle.

On constate sur les tableaux 3 et 4 que les taux d'intérêt nominaux baissent partout jusqu'en 1987, ce qui occasionne de fortes plus-values en capital sur les obligations ou titres à taux fixe. Par ailleurs, une fois passée la période qui suit le deuxième choc pétrolier, et aux Etats-Unis l'année 1984 marquée par une politique monétaire restrictive, les cours boursiers progressent très fortement jusqu'à la crise d'octobre 1987. La hausse est à nouveau forte en 1989 (tableau 5). De 1982 à 1986, il est donc certain qu'on est en présence à la fois de forts rendements des actifs financiers et d'une forte progression de la richesse nette réelle.

Le tableau 6 enfin présente les taux d'inflation ; la désinflation est nette partout de 1981 à 1987 : - 6,7 points par an aux Etats-Unis, - 4,6 points par an au Japon, - 5,6 en RFA, - 9,9 en France. Une certaine reprise de l'inflation s'observe en 1989, surtout au Japon et en RFA.

Peut-on lire les évolutions du taux d'épargne avec celles des revenus, de la richesse, des rendements et de l'inflation ?

- Aux Etats-Unis, le taux d'épargne faiblit surtout

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES

de 1985 à 1987, période de croissance assez bonne du revenu disponible (+ de 2,4 % par an en moyenne); c'est sur cette période que s'opère la baisse du taux d'intérêt à long terme, et que la progression des cours boursiers est la plus vive; c'est aussi la période de plus faible inflation. Le taux d'épargne remonte en 1988 et 1989, après la crise boursière, dans une période de légère progression de l'inflation, marquée par une quasi-stabilité des taux d'intérêt nominaux à long terme, une baisse des taux réels à long terme et une très forte croissance du revenu disponible, liée en particulier à la progression de l'emploi. Les explications semblent donc raisonnables: aux Etats-Unis, le taux d'épargne a baissé apparemment avec l'inflation et les plus-values en capital sur le patrimoine, sans grande contribution des revenus; il remonte avec les revenus, l'inflation et les moins-values en capital. A ces raisons économiques s'ajoute un effet comptable qui n'est pas négligeable: les années quatre-vingt, jusqu'à la crise boursière, sont des années de désépargne des fonds de retraites privés, dont une fraction est comptabilisée avec l'épargne des ménages. Cet effet a joué à la baisse du taux jusqu'en 1987, puis s'interrompt par la suite.

● Au Japon, la baisse du taux d'épargne a pratiquement lieu en une fois, de 1981 à 1982; par la suite, il fluctue autour de 16%, avec un accident à la baisse en 1987, 1982 n'est pas une année de croissance particulièrement faible du revenu disponible, ni une année où les taux d'intérêt nominaux ou la Bourse ont eu une évolution particulièrement favorable; c'est une année, en revanche de nette réduction de l'inflation, ce qui contribue d'ailleurs à la progression des taux d'intérêt réels. La baisse, d'ailleurs limitée et concentrée dans le temps, du taux d'épargne au Japon n'est donc pas très simple à interpréter à partir des variables usuelles, sauf peut-être l'inflation. *A contrario*, la baisse en 1989 s'expliquerait par l'accélération des revenus.

● En République Fédérale d'Allemagne, le taux d'épargne, faible de 1982 à 1985, retrouve presque à partir de 1986 son niveau du début des années 80. Ceci correspond à l'évolution du revenu disponible réel: faiblesse de 1982 à 1985 (+ 0,2 % par an en moyenne), forte croissance depuis, pas nettement à celle de l'inflation qui, si elle ralentit de 1982 à 1985, est surtout faible de 1986 à 1988; pas non plus à celle des taux d'intérêt nominaux, qui baissent surtout de 1981 à 1983, ni celle des cours

boursiers, qui reprennent dès 1983, ou encore des taux d'intérêt réels, qui sont continuellement forts de 1981 à 1989, surtout à long terme. Il semble bien qu'en RFA, ce soit l'évolution des revenus qui est déterminante.

En France, la baisse du taux d'épargne se fait en deux étapes: de 1982 à 1984, puis en 1986-1987; la remontée de 1988-1989 reste modeste. La période 1983-1984 est une période de baisse du revenu disponible réel avec la politique de rigueur. C'est moins vrai pour la période 1986-1987, grâce au contre-choc pétrolier, quoiqu'en 1987 la progression du revenu réel ait été très faible. Dans les deux cas, on observe une nette réduction du taux d'inflation, ainsi qu'une progression des cours boursiers, au moins en 1983 et 1986, et une baisse des taux d'intérêt nominaux. Il semble que l'effet revenu ait été dominant dans la période de rigueur salariale, puis que les plus-values boursières l'ont relayé, mais surtout la désinflation, dans la période plus récente de baisse du taux d'épargne.

Ainsi, dans beaucoup de pays, la désinflation semble avoir été un facteur important de la baisse du taux d'épargne; cette baisse s'expliquant par la baisse du prélèvement inflationniste sur la richesse réelle. Elle n'est pas inquiétante, et disparaîtrait si on considérait pour calculer le taux d'épargne, non le revenu comptable, mais le revenu économique corrigé du prélèvement. D'autres facteurs apparaissent: les effets de valorisation de la richesse financière aux Etats-Unis et en France, l'évolution du revenu des ménages qui est l'élément déterminant en RFA et qui joue aussi aux Etats-Unis et en France.

La prise en compte des plus ou moins-values en capital sur le patrimoine financier contribue aussi à la déformation apparente du partage du revenu entre consommation et épargne. Prenons l'exemple de la France (Tableau 11). Le modèle de cycle de vie dit que la consommation dépend à la fois du revenu humain (n'incluant pas les revenus du patrimoine) réel, courant et anticipé, et de la richesse réelle nette totale (cette dernière tient compte négativement de l'endettement, qui a été relativement fort en France en 1986-1987). La richesse réelle totale est la somme de la richesse financière et de la richesse immobilière; on voit que de 1984 à 1988, cette dernière a crû plus modérément que la richesse financière. Sur toute la période étudiée (à l'exception de l'année 1988), la consommation progresse nettement plus vite que le revenu

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES

humain, et cette évolution semble confirmer certaines estimations économétriques disponibles qui montrent que l'élasticité de la consommation à la richesse réelle est de l'ordre d'un tiers, ce qui contribuerait à accroître la progression annuelle de la consommation de 1 à 1,5 % par an durant les années 80.

Ainsi, désinflation et plus-values sont des causes probables de baisse de taux d'épargne dans plusieurs pays. Ceci conduit à relativiser les craintes liées à cette baisse, puisqu'elle n'est en partie que le résultat comptable de l'exclusion des plus-values (boursières ou dues à la désinflation) du calcul des revenus.

PEUT-ON METTRE EN AVANT D'AUTRES FACTEURS ?

Après avoir analysé les facteurs traditionnels du taux d'épargne, nous allons nous demander si certains des facteurs supplémentaires plus fins évoqués plus haut ont pu jouer un rôle. Nous avons déjà mentionné celui de l'inflation et des plus-values en capital, qui jouent un rôle actif, au moins en France et aux Etats-Unis. La volatilité semble particulièrement forte en ce qui concerne les cours boursiers, et peut-être les taux d'intérêt à court terme ; elle est plus faible, au moins à partir de 1985, pour le revenu réel, l'inflation et les taux longs. On s'attendrait donc à une influence négative sur l'épargne en fin période, or c'est l'inverse qui est observé ; nous nous demanderons plus loin si la structure de l'épargne, à défaut de son niveau global, a été affectée.

La comparaison de la croissance du revenu disponible réel des ménages et de celle du PIB montre que :

- Aux Etats-Unis, la situation des ménages est pratiquement constante, le revenu disponible réel progresse en moyenne de 3,1 % par an de 1981 à 1989, le PIB de 3,0 %. La modification du partage du revenu ne semble donc pas être un facteur majeur.

- Au Japon, le revenu disponible réel a pratiquement chaque année progressé moins vite que le PNB. Cette déformation tendancielle ne semble pas avoir gravement affecté l'épargne des ménages.

- En RFA, la part du revenu des ménages dans le PIB baisse de 1981 à 1985 (le revenu disponible réel croît de 5 points de moins que le PIB), remonte

en 1986 et 1987 (croissance cumulée supérieure de 4 points pour le revenu) et baisse à nouveau en 1988 et 1989. Il était donc rationnel pour les ménages allemands d'anticiper entre 1982 et 1985 que la déformation du partage qu'ils subissent n'était que provisoire, et de réduire leur taux d'épargne pour le faire remonter ultérieurement.

- En France, les ménages connaissent deux années difficiles (1983 et 1984), où le revenu disponible perd 3 % par rapport au PIB ; en 1987 à nouveau, il y a une perte de 1,3 % après une période de stabilisation. Le changement de la répartition est clairement lié à l'évolution du taux d'épargne.

On trouve donc en Europe une bonne corrélation entre les variations du taux d'épargne des ménages et celles du partage des revenus. En RFA, la baisse du taux d'épargne semble compatible avec la rationalité des anticipations, puisqu'elle est transitoire et correspond à une déformation transitoire du partage. En France, la déformation semble permanente, et malgré tout, les ménages essaient d'en compenser les effets sur la consommation en réduisant leur épargne ; il est donc possible qu'ils n'aient pas entièrement intégré dans leur comportement de consommation la rupture qui a été opérée sur la répartition.

233

Le déficit public a été très important aux Etats-Unis de 1982 à 1986 ; il se réduit progressivement de 1987 à 1989 (tableau 8). Au Japon, il disparaît presque complètement entre 1983 et 1989. En RFA, le déficit assez important après le second choc pétrolier, se réduit de 1982 à 1985, remonte quelque peu en 1987-1988, puis disparaît en 1989 sous l'effet des rentrées fiscales exceptionnelles liées à la croissance et des bénéfices de la Bundesbank. En France, le déficit montre son maximum de 1982 à 1985, puis décroît à partir de 1986.

S'il y avait neutralité, les déficits se situant dans tous les pays surtout sur la période 1981-1984 ou 1985, une hausse du taux d'épargne devrait s'observer sur la même période en raison de l'anticipation de levées fiscales ultérieures. Ceci ne semble pas conforme aux faits, comme nous l'avons vu, ce qui va bien dans le sens des travaux économétriques qui conduisent à rejeter l'hypothèse de neutralité. Il semble donc que les causes des mouvements de l'épargne doivent être recherchées dans les facteurs les plus usuels : évolution des revenus, des prix, de la richesse.

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES

Peut-on observer les influences des autres variables, non dans le niveau de l'épargne, mais dans sa structure ?

La structure des placements financiers

Le tableau 9 présente la structure des actifs financiers détenus par les ménages de 1982 à 1989. Aux Etats-Unis, les évolutions semblent assez naturelles : baisse de la part des dépôts qui coïncide avec le niveau élevé des taux d'intérêt réels de hausse de celle des actions jusqu'au krach boursier de 1987, après lequel elle ne retrouve pas, même avec la hausse de 1989, son niveau antérieur ; progression continue de l'épargne retraite et de l'épargne investie au travers des OPCVM ; hausse de la part des obligations, logique aussi en raison du niveau des taux réels.

Au Japon, la part des liquidités, surtout investies à terme, baisse très fortement à partir de 1984, au profit des assurances, des actions et des titres des fonds d'investissement.

En République Fédérale d'Allemagne, on observe la montée de la part des assurances, la baisse des liquidités et des dépôts dans les caisses d'épargne spécialisées dans les prêts immobiliers, la stabilité des obligations et la montée des actions qui restent cependant à un niveau extrêmement faible par rapport aux autres pays.

En France, les mouvements sont très spectaculaires : très forte chute de la part des liquidités au profit de tous les autres actifs. La hausse de la part des actions se poursuit après 1987. Elle est forte sur l'ensemble des années 1980, comme celle des placements en assurance-vie.

Il y a ainsi une certaine uniformité des évolutions dans tous les pays, même si en RFA l'ampleur des mouvements est beaucoup plus modeste : réduction systématique des placements dans les banques (dépôts, progression rapide de ceux qui permettent un complément de ressources dans le futur (retraites, assurance-vie), baisse de la part des actions et beaucoup plus modérée de celle des obligations.

Même si la part des dépôts reste forte, surtout dans les pays autres que les Etats-Unis (autour de 50 %), il y a partout rationalisation des placements des ménages qui diversifient leurs portefeuilles et s'orientent vers les actifs mieux rémunérés. On observe également un développement des formes d'épargne liées au cycle de vie (retraites). Il ne faut pas enfin oublier que la structure de portefeuille

observée résulte d'un équilibre de marché et pas seulement des souhaits des ménages. Ainsi la hausse de la part des obligations aux Etats-Unis est à relier au déficit budgétaire. Elle est davantage la cause que la conséquence de la hausse des taux réels ; la hausse de la part des actions résulte certes d'une volonté de diversification mais est renforcée par la hausse des cours que cette dernière implique. Bien sûr, les variations des dépôts ou des fonds collectés par les organismes de retraite ou les compagnies d'assurance sont largement les pures conséquences des choix des ménages.

QUELLES PERSPECTIVES POUR L'ÉPARGNE ?

Supposons que l'économie mondiale, après le boom de 1988-1989, s'oriente vers une croissance régulière, par trop inflationniste. On peut envisager alors une certaine détente des taux d'intérêt réels et une progression raisonnable des cours boursiers. Que deviendront les taux d'épargne ?

Aux Etats-Unis et en France, la fin des plus-values anormales (sur les actifs financiers et réels) pourrait contribuer à stabiliser les taux d'épargne. Mais s'il y a effectivement désinflation, les comportements mis en évidence plus haut semblent impliquer que le taux d'épargne pourrait rester durablement plus bas qu'au début des années 1980, la baisse ayant été, du moins en partie, expliquée par la désinflation. Cette faiblesse pourrait être encore plus forte aux Etats-Unis qu'en France, où un rôle important de l'évolution du revenu des ménages a été souligné. En RFA, l'évolution et les anticipations du revenu disponible réel semblent déterminantes. S'il reste sur une pente régulière, ce qui est sans doute assez douteux en raison des événements récents en Europe de l'Est, le taux d'épargne allemand pourrait se stabiliser à un niveau voisin de celui du début des années 1980 (14 %). Pourrait jouer en sens inverse la forte propension à consommer des immigrants (cet effet est quand même à moduler, l'afflux d'immigrants représentant actuellement 1 % de la population totale). Au Japon, peu d'éléments convaincants d'explication de la variation du taux d'épargne sont apparus, sauf peut-être la désinflation ; un pronostic prudent serait donc la stabilité. Evidemment dans une perspective de plus long terme, il faudrait prendre en compte les éléments structurels (démographie en particulier) qui auraient un poids déterminant. Un horizon plus

T A U X D ' É P A R G N E D E S M É N A G E S

court, nos réflexions semblent indiquer que les pays à déficit extérieur (voir tableau 10), France et Etats-Unis seront aussi ceux où le taux d'épargne resterait durablement déprimé alors que la stabilité au niveau actuel caractériserait les pays à excédent (RFA et Japon).

La comparaison du tableau 1 et du tableau 10 montre que, malgré les fluctuations de l'épargne des entreprises et de celles des administrations publiques, le taux d'épargne et le déficit extérieur sont étroitement corrélés. Aux Etats-Unis, le maximum du déficit extérieur est atteint en 1986 et 1987, dates aussi de minimum des taux d'épargne ; au Japon, les excédents augmentent dans la période 1985-1986, alors que le taux d'épargne américain est au plus bas et avant que celui du Japon ne fluctue quelque peu. En RFA, l'excédent devient massif à partir de 1986, date de la remontée du taux d'épargne à son niveau du début des

années 80 ; en France, la corrélation est moins nette, même si les débits réapparaissent à partir de 1987, date de forte faiblesse de l'épargne des ménages. Il faudrait donc attendre le temps nécessaire à la manifestation des évolutions lourdes pour observer un rééquilibrage endogène des balances extérieures.

En effet, l'analyse des évolutions faite plus haut indique que les politiques économiques conjoncturelles ont peu d'effet apparent sur l'épargne si elles n'agissent pas sur les revenus ou la richesse. Ni les mouvements des taux d'intérêt réels, ni ceux des déficits publics ne semblent avoir une influence directe sur le partage des revenus des ménages, cette influence ne s'exerçant qu'indirectement au travers des mouvements des prix des actifs financiers ou du revenu disponible. Il semble donc que les autorités doivent être plus observatrices que guides des tendances de l'épargne. □

TABLEAU 1

TAUX D'ÉPARGNE (en %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	7,5	6,8	5,4	6,2	4,5	4,2	3,2	4,2	5,3
JAPON	18,3	16,5	16,3	16,0	16,0	16,4	15,1	15,9	16,8
RFA	14,7	13,8	12,2	12,8	12,7	13,5	13,6	13,9	13,5
FRANCE	18,0 (6,7)	17,3 (6,4)	15,9 (5,5)	14,5 (4,9)	14,0 (4,8)	13,2 (3,8)	11,51 (2,2)	12,4 (2,8)	12,3 (2,7)

* Estimations

Entre parenthèse : taux d'épargne financière

235

TABLEAU 2

REVENU IMPOSABLE RÉEL DES MÉNAGES (taux de croissance annuel en %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	1,5	0,6	3,1	5,9	3,0	3,6	1,6	4,4	4,0
JAPON	1,8	2,1	2,9	2,3	2,6	3,6	2,8	5,7	NA
RFA	+ 0,3	- 2,4	- 0,2	+ 2,2	+ 1,3	+ 4,3	+ 3,7	+ 3,0	+ 1,2
FRANCE	+ 2,6	+ 2,6	- 0,7	- 0,6	+ 1,8	+ 2,7	+ 0,7	+ 3,8	+ 2,3

* Estimations

T A U X D ' É P A R G N E D E S M É N A G E S

TABLEAU 3

TAUX D'INTÉRÊT A COURT TERME (entre parenthèse : réel)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	14,0 (3,6)	10,6 (4,5)	8,6 (5,4)	9,5 (5,1)	7,5 (3,9)	6,0 (4,1)	5,8 (2,1)	6,7 (2,6)	8,2 (3,4)
JAPON	7,4 (3,4)	6,9 (4,3)	6,4 (4,5)	6,1 (4,0)	6,5 (4,3)	4,8 (4,2)	3,5 (3,7)	3,6 (3,5)	6,0 (4,0)
RFA	11,3 (5,1)	8,7 (3,9)	5,4 (2,3)	5,5 (2,9)	5,2 (3,2)	4,6 (5,1)	3,7 (3,1)	4,0 (2,8)	7,2 (4,1)
FRANCE	15,3 (2,3)	14,9 (3,3)	12,5 (2,8)	11,7 (4,0)	9,9 (4,2)	7,7 (5,0)	8,0 (4,9)	7,5 (4,8)	8,9 (5,3)

* Estimations

TABLEAU 4

TAUX D'INTÉRÊT A LONG TERME (entre parenthèse : réel)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	12,9 (2,5)	12,2 (6,1)	10,8 (7,7)	12,0 (7,6)	10,8 (7,2)	8,1 (6,2)	8,6 (5,0)	9,0 (4,9)	8,7 (3,9)
JAPON	8,7 (4,3)	8,1 (5,5)	7,4 (5,5)	6,8 (4,7)	6,3 (4,1)	4,9 (4,3)	4,2 (4,4)	4,3 (4,2)	5,4 (3,4)
RFA	10,1 (3,9)	8,8 (4,0)	8,0 (4,9)	8,0 (5,4)	7,1 (5,1)	6,2 (6,7)	6,3 (5,7)	6,6 (5,4)	7,0 (3,9)
FRANCE	16,3 (3,3)	16,0 (4,4)	14,4 (4,7)	13,4 (5,7)	11,9 (5,7)	9,1 (6,4)	10,2 (7,1)	9,2 (6,5)	9,1 (5,5)

* Estimations

TABLEAU 5

TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES COURS BOURSIERS (en %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	+ 7,8	- 6,5	+ 34,0	+ 0,1	+ 16,4	+ 26,5	+ 21,4	- 7,3	+ 18,6
JAPON		- 1,5	19,0	+ 20,0	+ 18,8	+ 30,5	+ 41,4	+ 16,5	+ 25,0
RFA	- 1,6	+ 0,1	+ 31,1	+ 12,1	+ 36,7	+ 42,7	- 14,3	- 17,7	+ 23,9
FRANCE	- 20,3	+ 1,5	+ 49,7	+ 19,7	+ 39,2	+ 61,3	+ 9,9	- 15,0	+ 42,2

* Estimations

T A U X D ' É P A R G N E D E S M É N A G E S

TABLEAU 6

TAUX D'INFLATION (en %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	10,4	6,2	3,2	4,4	3,5	1,9	3,7	4,1	4,9
JAPON	4,4	2,6	1,9	2,1	2,2	0,6	- 0,2	0,1	2,0
RFA	6,2	4,8	3,1	2,6	2,0	- 0,5	+ 0,6	+ 1,2	+ 3,1
FRANCE	13,0	11,6	9,7	7,7	5,7	2,7	3,1	2,7	3,6

* Estimations

TABLEAU 7

TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DU PNB (en %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	1,9	- 2,5	3,6	6,8	3,4	2,7	3,7	4,4	2,8
JAPON	3,9	2,9	3,2	5,0	4,7	2,5	4,2	5,7	5,0
RFA	0	4,8-1,0	1,9	3,3	1,9	2,3	1,7	3,6	3,6
FRANCE	1,0	2,4	0,5	1,2	1,9	2,5	2,0	3,8	3,6

* Estimations

237

TABLEAU 8

DÉFICIT PUBLIC (en % du PIB)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989*
ÉTATS-UNIS	3,1	4,6	6,0	5,2	5,4	5,0	3,7	2,9	2,3
JAPON			3,7	2,1	0,8	1,1	0,3	0,2	0,2
RFA	3,7	3,3	2,5	1,9	1,1	1,3	1,8	2,1	0
FRANCE	1,9	2,8	3,1	2,8	2,9	2,7	2,0	1,3	1,7

* Estimations

T A U X D ' É P A R G N E D E S M É N A G E S

TABLEAU 9

STRUCTURE DES ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES (fin d'année, en %)

ÉTATS-UNIS	1982	1984	1986	1988	1989*
Dépôts	25,5	27,0	25,4	24,7	24,0
Obligations	8,6	10,0	10,1	12,1	12,5
Pertes de « Mutuel Funds »	1,0	1,5	3,8	3,9	4,0
Autres actions et participations	15,5	15,0	17,1	14,8	15,6
Réserves des fonds de retraites	15,6	17,3	19,0	21,0	21,6
Autres	33,8	29,2	24,6	23,5	22,3
JAPON					
Billets	3,9	3,6	3,6	3,5	
Dépôts ordinaires	7,8	6,8	6,1	5,9	
Dépôts à terme et dépôts à la perte	54,4	52,4	46,4	43,2	
Trusts	6,9	7,3	6,6	6,4	
Assurance	14,7	15,5	16,3	18,7	
Titres	12,2	14,4	21,1	22,3	
<i>dont : par banque</i>	3,5	3,5	3,1	3,1	
<i>actions</i>	6,8	8,5	10,9	12,4	
<i>titres des investment trusts</i>	1,8	2,9	3,6	5,9	
RFA					
Dépôts à court terme	32,9	31,6	31,5	31,3	
Dépôts bancaires à long terme	18,0	17,5	17,7	16,3	
« Banksparcassen »	6,9	6,2	5,4	4,7	
Assurance	15,7	16,6	17,9	18,8	
Obligations	14,7	15,6	14,3	15,5	
Actions	1,8	2,2	2,6	2,8	
Fonds de retraites	7,5	7,8	7,9	7,9	
Autres	2,5	2,5	2,7	2,7	
FRANCE					
Liquidités	74,6	67,9	61,2	54,2	
Obligations	11,2	14,0	14,2	14,7	
Actions	9,6	13,0	18,3	21,9	
Assurance-Vie	4,6	5,1	6,3	9,2	

* Estimations

T A U X D ' É P A R G N E D E S M É N A G E S

TABLEAU 10

BALANCE EXTÉRIEURE (en % du PIB)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
ÉTATS-UNIS	+ 0,3	- 0,2	- 1,3	- 2,8	- 2,8	- 3,1	- 3,2	- 2,6	2,4
JAPON	+ 0,4	+ 0,7	+ 1,7	+ 2,8	+ 3,6	+ 4,3	+ 3,9	+ 2,8	+ 2,0
RFA ¹	3,7-0,5	+ 0,8	+ 0,8	+ 1,6	+ 2,6	+ 4,4	+ 4,0	+ 4,0	+ 4,6
FRANCE ²	- 0,8	- 2,2	- 0,8	- 0,2	0	+ 0,4	- 0,5	- 0,4	- 0,4

1 — Balance commerciale
2 — Balance courante

TABLEAU 11

RICHESSÉ, CONSOMMATION ET ENDETTEMENT DES MÉNAGES FRANÇAIS (augmentation annuelle en %)

	1983	1984/1985	1986/1987	1988
Richesse financière réelle	+ 1,9	+ 7,4	+ 10,7	+ 5,3
Richesse totale réelle	+ 3,4	+ 3,4	+ 5,4	+ 4,0
Revenu disponible réel	+ 1,0	+ 0,6	+ 1,7	+ 3,5
Revenu bancaire réel	+ 1,0	+ 0,1	+ 1,0	+ 3,1
Consommation	+ 2,0	+ 1,5	+ 2,6	+ 2,9

239

ef