

Le déséquilibre épargne-investissement : les perspectives

Patrick Artus et Anton Brender,

*Respectivement Chef du service des études, Caisse des Dépôts et Consignations
et Directeur du CEPII*

La période récente a manifesté tous les signes d'un fort déséquilibre entre l'épargne et l'investissement au niveau mondial : le taux d'épargne national et le taux d'investissement ont baissé parallèlement aux Etats-Unis, en Europe et au Japon depuis le point haut du début des années 1980 (*tableau 1*), ce qui est cohérent avec l'hypothèse d'éviction due au faible niveau d'épargne. Le même phénomène s'observe dans les pays en voie de développement, particulièrement les pays les plus endettés où l'insuffisance d'épargne a conduit à faire appel aux capitaux étrangers (*tableau 2*). Enfin, les taux d'intérêt réels sont montés à des niveaux historiquement élevés (sauf peut-être en RFA où les taux réels étaient forts durant les années 60) durant la dernière décennie (*tableau 3*).

Des taux réels élevés ne signifient pas nécessairement qu'il y a déséquilibre entre offre et demande d'épargne. On sait qu'ils peuvent résulter de l'imparfaite substituabilité entre actifs en période de désinflation (les années 1980 ayant vu dans tous les pays de l'OCDE un très fort ralentissement des hausses de prix, de 3 % en rythme annuel en RFA jusqu'à plus de 10 % en France et au Royaume-Uni, ce mécanisme a sans doute été à l'œuvre), de la progression de la profitabilité marginale du capital productif, liée par exemple à des innovations technologiques (mais on aurait dû alors observer une forte progression et non un ralentissement de l'investissement), des effets induits de politiques monétaires fortement stabilisatrices (la hausse des primes de risque semble démontrée dans les travaux empiriques).

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

TABLEAU 1

ÉPARGNE NATIONALE ET INVESTISSEMENT DANS LES PAYS DE L'OCDE (en % du PIB)

	Investissement	Épargne	Balance courante *
Europe			
1960	24,1	24,3	0,9
1970	25,8	25,8	0,7
1983	19,7	19,7	0,1
1988	20,7	20,9	0,1
Etats-Unis			
1960	18,7	19,3	0,6
1970	17,8	18,2	0,4
1983	17,0	16,0	-1,0
1988	17,8	15,0	-2,8
Japon			
1960	32,9	33,4	0,5
1970	39,0	40,0	1,0
1983	28,3	30,2	1,8
1988	31,2	33,3	2,8

* Peut différer de l'écart investissement-épargne en raison de l'ajustement statistique.

Source : CEE.

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

TABLEAU 2

BALANCE INVESTISSEMENT-ÉPARGNE DANS LES PVD

	1976-1981	1982	1985	1988
PVD				
Épargne (% PIB)	26,9	23,0	23,3	22,2
Investissement (% PIB)	27,4	25,2	24,0	22,7
Taux de croissance	4,4	2,0	3,7	4,2
PVD endettés				
Épargne (% PIB)	23,0	18,1	18,9	17,9
Investissement (% PIB)	26,9	23,4	19,1	18,7
Taux de croissance	3,9	0,2	3,3	1,2
PVD peu endettés				
Épargne (% PIB)	26,1	24,2	26,1	27,4
Investissement (% PIB)	27,8	26,8	28,6	27,6
Taux de croissance	5,2	4,7	6,2	7,6
PVD les plus pauvres				
Épargne (% PIB)	20,7	17,3	17,8	16,6
Investissement (% PIB)	23,6	22,9	20,4	19,9
Taux de croissance	4,3	2,6	4,6	4,7

Source : FMI.

271

TABLEAU 3

TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À LONG TERME

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1989
Etats-Unis	2,4	1,9	1,7	- 2,0	2,8	7,5	3,6
Japon	n.d.	1,7	- 0,2	1,4	5,1	3,3	4,8
RFA	5,9	3,5	0,7	3,0	4,2	4,4	4,0
France	1,7	3,0	1,1	- 2,9	1,5	5,0	5,2
Royaume-Uni	4,6	1,5	1,9	- 12,2	- 6,0	4,6	2,6

Source : OCDE.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Cependant, il est raisonnable de penser qu'il y a bien eu éviction par les taux d'intérêt au niveau mondial. Ce phénomène a été aggravé par l'apparition de disparités géographiques fortes. Avant le premier choc pétrolier, il y a essentiellement déséquilibre Nord-Sud, les pays de l'OCDE étant excédentaires et les autres déficitaires ; après le premier et le second chocs pétroliers, le déséquilibre se situe entre les pays producteurs et les pays consommateurs de pétrole ; depuis 1983, c'est un déséquilibre Nord-Nord, les Etats-Unis étant déficitaires, l'Europe et le Japon excédentaires (*tableau 4*).

TABLEAU 4

SOLDES COURANTS (*en % du commerce mondial*)

	1967-1973	1974-1982	1983-1988
Etats-Unis	+ 0,8	- 0,1	- 19,3
Europe	+ 3,5	- 4,7	+ 4,1
Japon	+ 2,4	+ 0,7	+ 9,8
OPEP	+ 2,1	+ 11,8	- 0,6
Reste du monde	- 10,4	- 17,3	- 4,7

Source : CEPIL.

Malgré l'incertitude sur les chiffres, il est certain que les Etats-Unis ont maintenant une position nette extérieure négative (si on n'inclut pas dans le calcul les plus-values potentielles sur les actifs physiques détenus à l'étranger), de 530 milliards de dollars à la fin de 1988, 650 milliards de dollars à la fin de 1989 (*tableau 5*) et que cette dette extérieure a largement pour contrepartie les avoirs extérieurs du Japon et de la RFA (le Royaume-Uni conserve une position créditrice nette, accumulée dans le passé).

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

TABLEAU 5

POSITION NETTE EXTÉRIEURE EN 1988 (millions de dollars)

	Total	Investissement direct	Investissement de portefeuille	Capitaux financiers
Etats-Unis	- 530	- 20	- 490	- 60
Japon	+ 300	+ 100	+ 130	+ 70
Royaume-Uni	+ 170	+ 70	+ 160	- 60
France	+ 60	0	- 20	+ 80
RFA	+ 250	+ 20	+ 20	+ 210
Total (= reste du monde)	+ 250	+ 210	- 200	+ 240

Source : FMI.

273

Les stratégies d'investissement à l'étranger du Japon et de la RFA sont très différentes : le Japon répartit ses avoirs essentiellement entre investissement direct et investissement de portefeuille, il s'agit donc réellement d'un transfert de propriété en faveur des Japonais ; la RFA privilégie le placement purement financier.

Le coût d'insuffisance d'épargne peut donc être majoré par un coût de déplacement de l'épargne si la mobilité internationale des capitaux n'est pas parfaite. Bien sûr, un transfert d'épargne n'est pas nécessairement défavorable. Il est même souhaitable s'il alloue l'épargne là où la productivité marginale du capital est la plus forte. Cependant, la situation présente semble différer beaucoup de ce cadre idéal, puisque l'endettement extérieur américain finance essentiellement la consommation.

UNE SITUATION DIFFICILEMENT TOLÉRABLE

La hausse des taux d'intérêt réels et la faiblesse de l'épargne commencent à affecter gravement, à la fin des années 1980, la situation financière des agents économiques. La rentabilité des entreprises touche son point bas aux États-Unis et au Royaume-Uni en 1989, plus tardivement en France en raison des décalages cycliques ; les taux de profit restent élevés au Japon et en Allemagne en raison de la vigueur de la croissance. Les taux d'autofinance-

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

ment rejoignent des niveaux qui deviennent inquiétants (autour de 70 %), sauf en RFA, alors qu'ils se situaient à des valeurs historiquement élevées il y a deux ou trois ans. A cette dégradation du compte des entreprises, l'accroissement de la charge de la dette contribue de manière significative dans tous les pays (tableau 6). Dès que la croissance ralentit, et avec elle les gains de productivité et la capacité à générer des profits, la dette fait « boule de neige » en raison du niveau des taux d'intérêt réels, plus élevés que le taux de croissance. Il apparaît alors clairement que la situation des années 1980 n'est pas un état d'équilibre et ne peut être tolérée que dans des circonstances exceptionnelles (croissance très forte, gains sur les termes de l'échange, rigueur salariale...).

TABLEAU 6

SITUATION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES (%)

	1988	1989	1990	1991
Profit/Valeur ajoutée				
Etats-Unis	5,5	4,9	5,1	5,3
Japon	19,0	20,0	20,0	19,0
RFA	17,5	17,9	17,8	18,3
Royaume-Uni	9,7	7,3	6,9	8,1
France	17,3	16,2	14,7	14,0
Taux d'autofinancement				
Etats-Unis	84,7	78,0	76,5	79,0
Japon	70,0	65,0	67,0	70,0
RFA	96,7	90,0	92,0	90,5
Royaume-Uni	83,7	57,8	56,8	69,7
France	94,4	85,9	77,0	73,5
Intérêts payés				
Valeur ajoutée des entreprises				
Etats-Unis	3,6	4,2	4,3	4,3
Japon	13,5	13,0	13,0	14,0
RFA	6,7	7,3	7,1	7,5
Royaume-Uni	4,0	6,8	7,8	7,1
France	7,4	8,1	8,7	9,7

Les mêmes difficultés s'observent quand on analyse le patrimoine des ménages, par exemple, aux Etats-Unis (tableau 7). Au total, la richesse nette des ménages américains est à peu près stable, lorsqu'on la rapporte au revenu. Cependant cette stabilité est trompeuse, car elle masque la

TABLEAU 7

PATRIMOINE DES MÉNAGES, ÉTATS-UNIS

	1976	1980	1984	1987	1988	1989	1990	1990	1990	II
Patrimoine financier										
Actif	3 524	5 617	8 318	12 044	11 390	12 324	13 770	3 62	13 685	3,57
Milliards de \$										
Ratio du revenu	2,97	3,13	3,29	3,75	3,45	3,44	3,44	0,86	0,86	0,86
dont :										
— dépôts	0,78	0,79	0,83	0,87	0,87	0,86	0,86	0,46	0,46	0,46
— obligations*	0,27	0,28	0,30	0,38	0,39	0,42	0,42	0,12	0,12	0,12
— actions détenues directement	0,03	0,03	0,04	0,14	0,12	0,12	0,12	0,56	0,55	0,55
— Mutual Funds	0,50	0,45	0,52	0,72	0,69	0,69	0,69	0,09	0,09	0,09
— assurance-vie	0,14	0,12	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09	0,77	0,76	0,76
— fonds de pension	0,37	0,43	0,55	0,76	0,68	0,72	0,72	0,75	0,75	0,75
— autres	0,87	1,03	0,95	0,79	0,78	0,74	0,74			
Dettes	780	1 358	1 873	2 904	2 970	3 264	3 361	0,94	0,92	0,92
Milliards de \$										
Ratio du revenu	0,86	0,76	0,74	0,90	0,90	0,91	0,91	0,62	0,62	0,62
dont :										
— crédits hypothécaires	0,40	0,47	0,46	0,58	0,58	0,58	0,58	0,31	0,30	0,30
— autres emprunts	0,24	0,26	0,25	0,29	0,29	0,29	0,30			
Actifs financiers nets	2 744	4 259	6 445	9 140	8 421	9 060	10 209	2,69	10 276	2,64
Milliards de \$										
Ratio du revenu	2,31	2,37	2,55	2,85	2,85	2,53	2,53			
Patrimoine immobilier										
Milliards de \$	1 386	2 480	3 179	n.d.	4 132	4 318	4 635	n.d.	n.d.	n.d.
Ratio du revenu	1,18	1,37	1,26	n.d.	1,25	1,21	1,22			
Richesse nette totale	4 140	6 719	9 624	n.d.	12 553	13 378	14 844	3,91	n.d.	n.d.
Milliards de \$										
Ratio du revenu	3,49	3,74	3,81	n.d.	3,80	3,74	3,74			

Début de période. Seul l'indicateur contraire, les éléments du patrimoine sont donnés en ratio au revenu disponible brut des ménages.

Sources : Flows of Funds, Federal Reserve Board ; Bureau of Economic Analysis.

* Les obligations sont enregistrées à leur valeur faciale, contrairement aux actions qui sont à leur valeur de marché.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

progression de l'endettement, particulièrement immobilier, qui est compensée par les plus-values réalisées sur le patrimoine financier. Or, il existe des risques de moins-values importantes sur les actifs, financiers ou immobiliers. En cas de crise des marchés, seul apparaîtrait la hausse de l'endettement, avec un risque accru de défaillance. La même évolution de la dette et de la richesse nette s'observe dans les autres pays (tableau 8).

TABLEAU 8

RICHELLE FINANCIÈRE NETTE ET DETTE DES MÉNAGES

(en % revenu disponible)

	1970	1980	1985	1988
Japon				
Richesse nette	0,97	1,24	1,66	2,17
Dette	0,60	0,76	0,90	1,02
Richesse brute	1,57	2,00	2,06	3,19
RFA				
Richesse nette	1,08	1,37	1,62	1,73
Dette	0,08	0,15	0,16	0,17
Richesse brute	1,16	1,52	1,78	1,90
France				
Richesse nette	0,97	0,84	0,98	1,14
Dette	0,58	0,62	0,63	0,76
Richesse brute	1,55	1,46	1,61	1,90
Royaume-Uni				
Richesse nette	2,26	1,19	1,65	1,82
Dette	0,57	0,51	0,80	0,99
Richesse brute	2,83	1,70	2,45	2,81

Source : OCDE.

Enfin, dans tous les pays (sauf le Japon où les taux d'intérêt réels sont restés bas jusqu'en 1989), malgré les efforts faits pour réduire les déficits budgétaires, le poids de la dette publique s'est continûment accru en raison de l'effet « boule de neige » (la dynamique instable) des paiements d'intérêts (tableau 9).

La dégradation de la situation financière des agents économiques privés conduit à une détérioration de la position des intermédiaires financiers, affectés par la moindre qualité des emprunteurs, la probabilité accrue de faillite. Les autorités monétaires américaines et japonaises ont déjà intégré le

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

risque de crise financière dans leurs choix. Le taux d'intérêt réel à court terme est de 2 à 3 points inférieur aux Etats-Unis à ce qu'il est en Europe ; la Banque du Japon semble avoir renoncé à de nouveaux durcissements de sa politique. Ceci implique bien sûr un conflit d'objectifs au moment où les pressions inflationnistes reprennent.

L'ampleur de la chute de l'activité, entraînée par les restrictions dans la distribution du crédit bancaire et le haut niveau des taux d'intérêt, la vraisemblance d'une crise financière, dépendent fortement des développements futurs du déséquilibre entre épargne et investissement. Nous allons maintenant examiner si le déséquilibre récent est susceptible de se réduire dans les années qui viennent.

TABLEAU 9

DETTE PUBLIQUE/PIB (%)

	Dettes nettes			Dettes brutes		
	1981	1985	1989	1981	1985	1989
OCDE	22,7	31,9	31,0	44,2	55,8	57,1
Etats-Unis	18,5	26,7	29,8	37,2	48,3	51,4
Japon	20,7	26,7	14,1	57,1	69,1	68,0
CEE	29,0	39,7	40,7	45,2	56,7	57,6
RFA	17,4	21,9	21,9	36,3	42,2	42,7
France	14,2	22,9	25,4	36,4	45,4	47,3

277

Source : OCDE.

BESOINS D'ÉPARGNE AU DÉBUT DES ANNÉES 1990

Le ralentissement marqué de l'activité depuis 1988 va de pair avec une progression très réduite, voire un recul de l'investissement (*tableau 10*), évolution qui devrait s'amplifier en 1991.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

TABLEAU 10

INVESTISSEMENT ET CROISSANCE (Taux de croissance annuels)

	1988	1989	1990	1991
Investissement productif				
Etats-Unis	8,3	3,9	0	- 4,5
Japon	15,5	17,7	12,8	7,0
Allemagne	7,7	9,5	9,0*	7,0*
Royaume-Uni	19,0	5,9	- 0,7	0,5
France	10,8	6,6	4,5	3,4
Investissement logement				
Etats-Unis	- 0,8	- 4,0	- 2,4	- 4,9
Japon	12,3	2,7	5,5	- 1,0
Allemagne	2,7	6,0	6,0*	4,0*
Royaume-Uni	7,2	- 5,0	- 10,0	2,0
France	4,6	3,4	1,3	1,3
Croissance				
Etats-Unis	4,5	2,5	0,9	0,8
Japon	5,7	4,9	5,5	3,8
Allemagne	3,6	4,1	3,8*	3,2*
Royaume-Uni	4,7	2,1	1,6	2,2
France	4,3	4,0	2,5	2,6

* RFA.

La récession réduit naturellement la demande d'épargne des entreprises, mais elle a des influences en sens inverse : comme nous l'avons vu plus haut, les profits sont affectés ; mécaniquement, ou volontairement pour limiter la chute de l'activité, les déficits publics risquent de s'accroître. Cette évolution est claire aux Etats-Unis et en RFA (tableau 11), amplifiée bien sûr dans le second cas par l'effet de la réunification allemande.

TABLEAU 11

DÉFICIT PUBLIC (% du PNB)

	1965-1974	1975-1981	1982	1985	1987	1990	1991*
Etats-Unis	0,4	1,3	3,6	3,4	2,5	4,0	4,5
RFA	0,3	3,3	3,3	1,1	1,8	3,3	5,0

* Prévision.

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

Dans le cas des Etats-Unis, la partie du déficit qui résulte de la crise des caisses d'épargne est de fait, non une insuffisance d'épargne, mais une opération d'open market et devrait être considérée comme telle. Il convient de tenir compte d'un autre phénomène : le besoin de consolidation des bilans des intermédiaires financiers, particulièrement au Japon et aux Etats-Unis. Il ne s'agit pas là d'un besoin d'épargne nouveau, mais d'un besoin accru d'épargne longue. S'il ne pèse pas sur l'équilibre épargne-investissement global, il contribue à la tension des marchés financiers, dans leur compartiment de long terme, le plus sensible.

Aux Etats-Unis, si on omet les quelques mois qui ont entouré la crise boursière de 1987 mais qui n'ont pas laissé de trace durable, la proportion des banques (mesurée en termes de total de bilan) dont le ratio de capitalisation est inférieur au seuil critique de 3 % (en dessous duquel la faillite est pratiquement certaines sous 3 ans) a considérablement crû en 1988 et 1989 (tableau 12).

Les résultats nets des banques chutant d'environ 20 % en 1990, le retour à une structure de bilan plus saine devra passer non seulement par la capitalisation des profits, mais par appel au marché des fonds propres (actions) et aussi par de fortes modifications de la structure de l'actif (sélectivité accrue, priorités donnée à l'achat de valeurs sûres — fonds d'Etat — au détriment de la distribution du crédit). Cette évolution va exercer une influence d'une part sur l'équilibre des marchés, d'autre part sur la nature des financements (moindre disponibilité des financements intermédiés, alors que l'accès direct aux marchés sera difficile).

279

TABLEAU 12

TOTAL DE BILAN DES BANQUES PAR DEGRÉ DE CAPITALISATION (Etats-Unis)

	Ratio < 0 %		0 % < ratio < 3 %		3 % < ratio < 6 %		6 % < ratio	
	Nombre	Actif (Mds \$)	Nombre	Actif (Mds \$)	Nombre	Actif (Mds \$)	Nombre	Actif (Mds \$)
12/89	76	12,4	177	123,8	1 290	1 604,3	11 653	1 804,6
9/89	ND	10,5	171	77,0	1 142	1 552,1	11 901	1 798,1
6/89	73	4,2	188	46,7	1 158	1 611,2	11 964	1 747,4
3/89	71	3,3	196	39,6	1 220	1 645,7	11 957	1 684,4
12/88	77	3,6	240	71,1	1 380	1 722,2	11 793	1 541,9
12/87	63	3,6	250	117,0	1 587	1 638,0	12 172	1 423,6
12/86	46	1,3	199	22,0	1 969	1 769,2	11 888	1 138,6

Source : FDIC ; ratio = fonds propres/total bilan.

Aux besoins d'épargne dans les pays de l'OCDE, vont s'ajouter durant les prochaines années les besoins des pays de l'Est : l'ensemble des besoins publics de financement de l'Allemagne de l'Est quasiment nul en 1989 atteint 80 milliards de DM en 1990 et 150 milliards en 1991 ; les transferts de capitaux vers les pays de l'Est, excluant ceux qui viennent d'être mentionnés en faveur de la RDA, atteindraient 70 milliards de dollars de 1989 à 1992 (des engagements fermes existent déjà pour 50 milliards de dollars).

DAVANTAGE D'OFFRE D'ÉPARGNE ?

Dans tous les pays, le taux d'épargne des ménages culmine au début des années 1980 et atteint un point bas en 1987 (*tableau 13*). Cette évolution est peu marquée au Japon et en Allemagne, très violente au Royaume-Uni et en France.

De 1987 à 1990, on observe une certaine remontée des taux d'épargne des ménages, de 2 points environ aux Etats-Unis, de 1,5 point en France. Ce mouvement peut être relié à la plus forte progression des revenus (croissance de l'emploi, du salaire réel en France), aux moins-values patrimoniales, aux anticipations de plus forte inflation.

Il ne faut cependant pas se polariser sur l'épargne des ménages, en raison des substitutions possibles avec l'épargne des entreprises dues aux modifications du partage de la valeur ajoutée. Ceci est parfaitement clair en France : de 1981 à 1987, le taux d'épargne des ménages baisse de 6,7 points, mais le taux d'épargne privé ne recule que de 1,4 point car il y a progression de 5,3 points de celui des entreprises ; dans le même temps, la part des profits dans la valeur ajoutée passe de 29 à 36 %.

Dans l'avenir, toutefois, une amélioration de l'épargne des entreprises est peu probable, tant le point de départ de 1988-1989 est favorable (forte croissance, prix des matières premières bas...) ; une réduction du déséquilibre épargne-investissement passerait par une reprise de l'épargne des ménages.

Celle-ci est-elle envisageable ?

- Les travaux économétriques montrent que les effets des taux d'intérêt réels élevés ou de la politique fiscale sur le taux d'épargne global des ménages sont négligeables (il y a un effet sur la répartition du patrimoine entre les différents actifs disponibles) ; il ne faut donc sans doute pas compter sur la politique économique pour stimuler l'épargne.

- Les effets patrimoniaux peuvent être importants. La mauvaise santé des marchés (boursiers, immobiliers) jointe à la reprise de l'inflation (qui atteint environ 5 % pour les cinq grands pays en 1990 et 1991 contre 3 % en 1988) réduisent la richesse réelle et poussent à épargner plus.

- Le ralentissement économique prévisible par rapport à la période exceptionnelle de la fin des années 1980 a l'effet opposé, les ménages maintenant usuellement le rythme de progression de la consommation lorsque celui des revenus ralentit.

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

TABLEAU 13

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES (%)

		1960	1970	1980	1987
Etats-Unis	Brut	12,0	13,8	14,0	10,8
	Net	7,2	9,5	8,5	6,0
Japon	Brut	18,0	21,4	22,2	20,0
	Net	14,3	16,9	18,0	15,7
RFA	Net	8,6	13,5	13,0	12,2
France	Brut	n.d.	19,6	20,3	11,8
	Net	n.d.	16,0	16,1	7,2
Royaume-Uni	Brut	7,0	8,2	11,6	5,0
	Net	4,3	5,7	7,8	0,3

Source : OCDE.

- Les effets de la démographie ont souvent été mis en avant. Dans les trente années qui viennent, il y aura aux Etats-Unis progression de la proportion des adultes entre 35 et 60 ans dans l'ensemble de la population ; au Japon et en RFA, à la fois vieillissement et accroissement du nombre d'adultes. Si on croit au modèle de consommation sur le cycle de vie, ceci devrait entraîner une remontée du taux d'épargne américain, une stabilité en Allemagne et une baisse, mais tardive, au Japon. Au total, le taux d'épargne des ménages dans les pays de l'OCDE progresserait de deux à trois points d'ici l'an 2000. Cependant, certains ont émis quelques doutes quant à ces effets ; le modèle de cycle de vie ne semble pas confirmé par l'observation des faits : les personnes âgées en particulier épargnent beaucoup, peut-être dans le dessein de laisser un héritage ; les adultes n'épargnent pas pour se désendetter s'ils reçoivent cet héritage ; le freinage des dépenses publiques implique un accroissement nécessaire des dépenses privées dans divers domaines (éducation, transports...).

- Les difficultés des systèmes de retraite publiés en raison de l'accroissement du nombre de retraités vont pousser au développement des systèmes privés par capitalisation. Cependant, l'effet de cette substitution sur le taux d'épargne est ambigu. Les retraites par capitalisation font courir un risque lié à l'évolution des marchés dans lesquels les caisses de retraite investissent ; il peut de plus s'y ajouter un risque lié à l'incertitude sur la durée de vie, s'il s'agit d'une vraie capitalisation privée où ce risque n'est pas mutualisé ; les retraites par répartition font courir un risque de politique économique (sous-indexation, réduction des retraites en cas de déséquilibre des régimes). C'est la comparaison de ces deux risques qui conditionne l'effet sur le taux d'épargne.

• Dans les pays d'Europe de l'Est, le taux d'épargne moyen (4,5 % en 1988), déjà assez bas, pourrait chuter encore en raison de l'ouverture aux produits étrangers et de la disparition de l'épargne forcée, au moins en RDA, en Pologne et en Hongrie.

Tous ces arguments semblent montrer qu'il serait grandement optimiste de tabler sur une remontée forte spontanée du taux d'épargne privé dans les prochaines années.

PEUT-ON RÉCONCILIER LA DEMANDE ET L'OFFRE D'ÉPARGNE ?

Attachons-nous d'abord aux cinq grands pays, en excluant l'Allemagne de l'Est. On peut calculer l'évolution de l'excès de demande d'épargne pour ces pays, en regardant celle prévue de l'investissement, de l'épargne privée et publique (*tableau 14*). En 1990, l'investissement productif progresse encore plus rapidement que le PNB, le supplément correspondant de demande d'épargne étant de 0,3 % du PNB pour les cinq grands. En revanche, on observe en 1991 le mouvement opposé (baisse de la demande d'épargne d'un montant égal à 0,2 % du PNB). Le taux de profit des entreprises, pondéré pour les cinq pays, serait stable tandis que le taux d'épargne des ménages remonterait quelque peu. Le fait majeur est la réapparition de déficits publics non négligeables dont une partie (résolution de la crise des caisses d'épargne aux Etats-Unis) ne pèse cependant pas, comme on l'a vu, sur l'équilibre de l'épargne.

282

TABLEAU 14

ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT (5 Grands pondérés par les PIB ; RFA comptée hors RDA)

	1989	1990	1991
Investissement productif (croissance annuelle)	8,1	4,4	0,5
PIB	3,4	2,5	2,1
Taux d'épargne des ménages (%)	8,8	9,3	9,2
Profit/valeur ajoutée (%)	11,0	11,0	11,0
Déficit budgétaire (% du PIB) (+ : déficit)	0,9	1,6	2,2
Variation de l'excès de demande d'épargne (% du PIB)	—	+ 0,5	+ 0,5

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

Le besoin net d'épargne croît d'un demi-point de PIB en 1990 et 1991, en raison de l'évolution de l'épargne publique et malgré l'amélioration en 1990 et la stabilité en 1991 de l'excès de demande d'épargne privée. Ces cinq grands pays pris isolément contribueraient donc à une légère tension sur les taux d'intérêt mondiaux et en tout cas, compte tenu de la marge d'erreur, ne semblent pas pouvoir satisfaire les besoins qui s'expriment ailleurs.

Les évolutions prévues prennent en compte la hausse du prix du pétrole, qui passe de 18 dollars par baril en moyenne en 1989 à plus de 30 dollars aujourd'hui. Il faut donc naturellement intégrer la situation des pays producteurs de pétrole. Les pays de l'OPEP exportent 22 millions de barils de pétrole par jour, et l'URSS 2 vers l'OCDE. La hausse de prix va donc leur procurer un supplément de recettes de l'ordre de 110 milliards de dollars par an. On estime généralement qu'aujourd'hui la propension marginale à consommer les recettes est de deux tiers pour les pays de l'OPEP, de 100 % pour l'URSS, soit 68 % au total, c'est-à-dire moins que la propension à consommer dans les pays de l'OCDE. Le transfert pétrolier pourrait donc accroître l'épargne mondiale.

Tentons maintenant de faire un bilan synthétique :

- L'évolution interne des cinq Grands ne contribuerait pas à satisfaire le besoin net d'épargne mondiale. Compte tenu des pertes ignorées dans le tableau 13 (administrations locales, amortissement du capital) et de la correction à apporter en raison du solde du commerce entre les deux Allemagne (il faut intégrer dans le calcul des exportations de la RFA celles qui sont destinées à la RDA en contrepartie de l'aide reçue), on parvient à une quasi-stabilité du solde courant de la zone, et même à un léger surplus si on corrige de l'effet de la crise des caisses d'épargne.

- Les besoins nets (satisfaits) des pays de l'Est, comme on l'a vu plus haut, de l'ordre de 15 milliards de dollars, ceux de la RDA pratiquement 100 milliards de dollars).

- Les pays producteurs de pétrole, au prix actuel de celui-ci, dégageraient un surplus d'environ 35 milliards de dollars.

On aboutit donc pour l'ensemble de ces pays à un surcroît d'excès de demande d'épargne par rapport à la fin de la décennie 80 dans la fourchette de 30/80 milliards de dollars. Les balances courantes du monde doivent être équilibrées (à l'ajustement statistique prix). Pour que le scénario que nous dessinons soit cohérent, on peut envisager diverses possibilités :

1. Le déséquilibre mis en évidence engendrera plus d'épargne dans les pays de l'OCDE, peut-être parce que les intermédiaires financiers sauront agir en ce sens.

2. Le prélèvement net sur les pays en voie de développement (remboursements supérieurs aux transferts nouveaux) sera fortement accru, ce qui irait évidemment à l'encontre de l'objectif affiché de remise de la dette.

3. Si un supplément d'épargne ne se manifeste pas spontanément, il sera généré soit par une évolution économique nouvelle (forte inflation), soit par la politique économique (accroissement des impôts), ou bien le besoin d'épargne devra chuter (forte récession).

Dans tous les cas, il ne semble pas que les grands pays de l'OCDE puissent contribuer significativement, s'il n'y a pas de rupture à la modernisation de l'Europe de l'Est ou au désendettement des pays du Sud.

PLUS D'ÉPARGNE GRÂCE AUX INTERMÉDIAIRES FINANCIERS OU AUX MARCHÉS

Quittons maintenant le court terme pour examiner les perspectives du financement de l'économie mondiale à l'horizon de la fin de ce siècle. Quelles transformations structurelles pourraient permettre d'améliorer les conditions de ce financement et d'augmenter l'épargne mise à la disposition de la croissance mondiale ? C'est là une question essentielle, si l'on a en tête le montant des besoins qu'il faudrait satisfaire au cours des années à venir, dans les régions de l'Est et du Sud notamment. Même si certains des articles publiés dans ce numéro ont insisté sur le fait que la disponibilité de financements extérieurs n'est pas une condition suffisante du développement, de tels financements peuvent tout de même, bien utilisés, y contribuer grandement !

284 Avec le recul, les années qui viennent de s'écouler conduisent, sur le plan des finances internationales, à un constat paradoxal : un contraste manifeste existe entre l'intégration accrue du système financier mondial d'une part, et l'étendue de plus en plus réduite du champ de la circulation financière internationale de l'autre. D'un côté, on dispose désormais de réseaux d'intermédiation inter-connectés à l'échelle de la planète, de marchés globalisés entre lesquels les arbitrages se font en temps réel d'un bout à l'autre du globe. De l'autre, on constate une tendance très nette au rétrécissement de la sphère à l'intérieur de laquelle l'épargne est redistribuée par ce système. Ainsi, il y a quelques années, la crise de la dette a-t-elle été suivie par une polarisation des transferts nets d'épargne entre seuls pays du Nord : comme on l'a vu plus haut depuis le milieu des années 1980, les flux nets d'épargne reçus par les pays du Sud, comme d'ailleurs ceux de l'Est, se sont taris. Et aujourd'hui, la fragilisation financière conduit nombre de banques mondialisées — qu'elles soient japonaises ou américaines — à un prudent retour sur leur *Hinterland* national. La « géofinance » se trouve finalement amenée, après une période de développement extensif, à se replier sur des activités de plus en plus locales.

Un premier enseignement peut être tiré de cette évolution. La capacité des systèmes financiers actuels à apprécier les risques de crédit est limitée. Or, l'appréciation de ce risque est une fonction essentielle d'un système financier : un tel système ne doit pas seulement permettre de répartir au mieux les risques entre ceux qui sont prêts à les assumer ; il doit aussi permettre de les évaluer et de décider en conséquence du montant des crédits qui seront accordés aux différents emprunteurs et des « primes de risque » qui leur seront associées. Si cette évaluation des risques est insuffisante, la rentabilité de certaines opérations sera décevante. On s'en est aperçu pendant les années 1980 : qu'il

s'agisse des problèmes posés par l'endettement des pays du Sud auprès du système financier international, ou d'opérations menées par les intermédiaires financiers américains aux Etats-Unis même, le montant des paiements d'intérêts retardés comme celui des crédits non remboursés a crû de façon très sensible.

Pour une part, la responsabilité de cette mauvaise allocation des ressources peut être attribuée aux intermédiaires qui ont distribué ces crédits. Une vigilance plus grande, lors de l'octroi de crédits, pourrait permettre, à l'avenir, d'améliorer les performances du système financier dans ce domaine. Mais un danger apparaît aussitôt pour les années qui viennent : on ne peut aujourd'hui exclure que le système financier réagisse par un excès de rigueur à ce qui avait été hier une trop grande insouciance. Or, pour que les conditions du financement de l'économie mondiale s'améliorent, il faut que l'appréciation du risque de crédit par les marchés ou les intermédiaires financiers soit la plus juste possible. Que l'on pêche par défaut — ce qui a été le cas hier — ou par excès — ce qui pourrait être le cas pendant les années à venir —, et l'économie mondiale aura à en payer les conséquences. En l'occurrence, pour les années qui viennent, la menace qui en résulterait serait celle d'une croissance freinée par une offre de crédit structurellement bridée.

Il importe ensuite de bien souligner qu'une part seulement de la responsabilité des « erreurs » de financement qui viennent d'être évoquées peut être attribuée au comportement du système financier. Dans une large mesure, ces erreurs sont dues à l'imprévisibilité de l'environnement macro-économique. Or, cet environnement exerce une influence déterminante sur la valeur des décisions de financement prises par le système. Ainsi, les décisions de financement des pays du Sud ont-elles été mises en porte-à-faux par la montée brutale des taux d'intérêt à la fin des années 1970 et la récession qui a suivi : leur charge d'intérêt a augmenté brutalement alors que leurs recettes d'exportations s'effondraient, forçant ceux qui n'ajustèrent pas instantanément leur rythme de croissance à s'endetter plus au moment où il aurait fallu au contraire rembourser.

De même, une part des déboires des intermédiaires américains est-elle attribuable à l'ampleur des fluctuations du prix du pétrole ou de celles des prix de l'immobilier pendant la dernière décennie. Est-il possible, dans les années à venir de réduire les fluctuations macro-économiques de façon à les rendre compatibles avec la capacité qu'a le système financier à traiter l'incertitude ? Faire face à ce problème est aujourd'hui essentiel. Le système financier globalisé contribuera, en effet, d'autant plus efficacement au financement de l'économie mondiale que les gouvernements des principales nations parviendront à accroître la stabilité de cette économie. Si aucun progrès n'est réalisé dans ce domaine, la menace dessinée plus haut a toutes les chances de se réaliser : le système financier, confronté à une incertitude qu'il est hors d'état de probabiliser, fera preuve d'un excès de prudence et freinera ainsi excessivement l'investissement. On verra alors les prêts se concentrer sur les débiteurs les plus sûrs — les Etats occidentaux arrivent ici au premier rang — et les placements prendre les formes les plus liquides.

Dans une telle logique, les investissements directs continueront de progresser plus vite que les prêts intermédiés en direction des régions périphériques du Sud comme de l'Est. Les gouvernements du Nord n'auront alors d'autres choix — face aux situations de détresse financière qui ne manqueront pas d'apparaître dans ces régions — que de se porter eux-mêmes emprunteurs et d'effectuer directement des transferts en capital, tendance que l'on a déjà observée dans le sillage de la crise du Golfe. Au cours des derniers mois, en effet, une partie de l'alourdissement de la facture pétrolière des pays financièrement les moins solides a été prise en charge par des prêts ou des transferts publics. De même, est-ce sous la forme de prêts ou de transferts publics que s'effectue aujourd'hui une part non négligeable du financement des économies de l'Est.

Le rôle des gouvernements du Nord pour les années à venir ne devrait toutefois pas se limiter à cette prise en charge d'un risque de crédit dont les intermédiaires privés ou les marchés ne voudraient plus. A l'horizon de la fin de ce siècle, ces gouvernements peuvent en effet aider à augmenter le potentiel d'épargne effectivement utilisable pour l'investissement domestique ou international en engageant une série de réformes structurelles visant à redéfinir les frontières entre les activités dont la prise en charge est assurée par le secteur privé et celles qui relèvent du secteur public. Ainsi, les coûts associés, en termes de réduction d'efficacité du secteur privé, à une insuffisance d'investissements publics semblent réels dans beaucoup de domaines. Confrontés au manque de certains biens ou services collectifs, les agents privés peuvent être amenés à avoir recours, sur une base individuelle, à des palliatifs ou à des substituts dont les coûts de production peuvent être relativement beaucoup plus élevés.

Aschauer a pu montrer qu'aux Etats-Unis, la productivité du secteur privé était directement liée à l'évolution des investissements publics d'infrastructures. L'affaiblissement de la croissance de cette productivité s'expliquerait par l'insuffisance de ces investissements au cours des deux dernières décennies. Faute d'infrastructures collectives suffisantes — qu'il s'agisse de capital physique ou de capital humain — l'efficacité des entreprises américaines s'est trouvée compromise. Si certaines « externalités » peuvent ainsi influencer de façon déterminante la productivité du secteur privé, il importe de s'interroger sur la façon dont elles peuvent être le plus efficacement assurées.

Les dépenses publiques dans certains domaines — comme l'éducation — doivent alors être considérées comme un investissement dont la rentabilité est à la fois élevée et certaine. Leur développement peut alors permettre à terme d'accroître l'efficacité du processus productif. Sans d'ailleurs que ceci n'implique nécessairement un accroissement du total des dépenses publiques : la privatisation d'activités que l'Etat n'est pas mieux placé que le secteur privé pour remplir, peut, dans certains cas, alléger notablement les charges budgétaires. A l'horizon de la fin de ce siècle, une meilleure contribution des dépenses publiques à l'efficacité globale des économies du Nord peut permettre de dégager des ressources d'épargne au profit des pays du Sud et de l'Est.

DÉSÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

Une dernière voie ne saurait être négligée si l'on veut mettre à la disposition de la croissance mondiale l'épargne la plus importante possible. Elle consiste à éviter qu'une part non négligeable de l'épargne que dégagent certains ménages ne soit finalement utilisée à permettre à d'autres une consommation plus forte que ne le permettrait normalement la seule progression de leur revenu comme cela s'est produit au cours des dernières années. Le progrès de l'endettement des ménages a été en effet grandement favorisé par la hausse des prix d'un certain nombre d'éléments de leur patrimoine, les actions et l'immobilier notamment. En empruntant de plus en plus, contre cette richesse accrue, ses détenteurs ont contribué, aux Etats-Unis notamment, à réduire aussi bien le taux d'épargne que la capacité de financement des ménages pris dans leur ensemble : les ressources financières laissées à la disposition des autres agents se sont trouvées ainsi réduites. Or, dans une large mesure, ce phénomène a été lié à l'attrait particulier exercé par les perspectives de plus-values ouvertes par les placements immobiliers ou boursiers (ou encore ceux du marché de l'Art).

Certains investisseurs ont, par routine, canalisé leurs placements vers l'achat de ce type d'actifs. D'autres l'ont fait en réponse à des incitations fiscales, ou convaincus par la simple extrapolation des mouvements de prix passés que ces placements auraient un rendement plus élevé que les autres. Tous ont ainsi contribué, en concentrant leurs placements sur l'acquisition de droits de propriété dont l'offre est loin d'augmenter instantanément avec la demande, à en faire augmenter sensiblement les prix. En outre, en ce qui concerne en particulier les actions, les entreprises ont, dans plusieurs pays, contribué par le jeu des OPA à raréfier le volume des actions pouvant être acquises par le public. D'où l'ampleur des plus-values observées pendant les années 1980.

287

Cette évolution a été particulièrement perverse puisqu'elle a conduit à réduire les taux d'épargne et à pousser vers le haut les taux d'intérêt, tout en provoquant une hausse, phénoménale dans le cas japonais, des prix des actifs ainsi privilégiés. Le système financier s'en est trouvé grandement fragilisé. Le fait que les incertitudes qui résultent de cette évolution soit devenu manifeste va peut-être conduire les investisseurs à anticiper désormais avec plus de prudence le rendement attendu de ce type de placements. Le mécanisme que l'on vient de décrire pourrait alors perdre une bonne part de sa force et l'épargne disponible pour le financement de l'économie mondiale s'en trouverait accrue.