

COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE DANS LES CINQ GRANDS PAYS EN 1991

SERVICE DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES,
CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

Marquée par la récession des économies anglo-saxonnes, la poursuite du ralentissement de l'activité en France et l'amorce d'un retournement au Japon et en Allemagne, l'année 1991 se caractérise par une légère détente des tensions sur l'équilibre épargne-investissement. Mais c'est principalement la forte baisse du taux d'investissement privé qui en est à l'origine, les soldes publics se dégradant nettement et l'épargne des ménages n'étant qu'en légère progression par rapport à 1990.

199

La fin de la progression du taux d'épargne des ménages

Particulièrement nette en 1990 sauf au Japon, la remontée des taux d'épargne s'est poursuivie en 1991 mais sur un rythme plus modéré : 1,6 point de revenu au Royaume-Uni ; 0,2 point aux Etats-Unis et au Japon ; quasi-stagnation en France et en Allemagne. Le cas britannique est le plus surprenant puisque le fort mouvement de désinflation (5,8 % de hausse des prix en 1991 contre 9,5 % l'année précédente) ainsi que la contraction du revenu disponible réel auraient dû contribuer au mouvement inverse. Seuls la progression vive du chômage, le climat d'incertitude lié à la guerre du Golfe, une certaine érosion de la richesse financière et la limitation du recours au crédit, permettent de rendre compte de cette remontée du taux d'épargne à 10,4 %.

Dans les autres pays, les effets de la récession ou du ralentissement économique ont été également sensibles sur le revenu réel des ménages, dont le rythme de croissance s'est affaibli de deux points en France et aux Etats-Unis, de près de quatre points en Allemagne. Dans ce dernier pays l'accélération de la hausse des prix a pu compenser cet effet, pour conduire en définitive à une stabilisation du taux d'épargne à 13,9 %. Enfin, aux

Etats-Unis et en France, on peut attribuer à la hausse du chômage le fait que le taux d'épargne n'a pas fléchi en dépit du ralentissement des revenus. Cette évolution moyenne peut masquer des profils infra-annuels plus marqués : le cas français illustre bien la réaction de l'épargne au cycle d'activité. Début 1991, la guerre du Golfe puis les gains de pouvoir d'achat suscités par une reprise de l'activité au premier semestre ont permis une hausse de taux d'épargne jusqu'à 12,8 % au second trimestre. Le nouveau ralentissement observé en fin d'année conduit à l'inverse à une baisse de près d'un point du taux d'épargne, de sorte que la reprise envisagée pour 1992 ne devrait pas provoquer sa hausse en moyenne par rapport à 1991.

A l'exception de l'Allemagne, la forte contraction de l'investissement logement observée dans l'ensemble des pays (environ - 10 % dans les pays anglo-saxons, comme l'année précédente ; - 7,7 % au Japon et - 0,7 % en France) a suscité une progression générale du taux d'épargne financière et amplifié le mouvement constaté en 1990. Au-delà des cycles propres à l'immobilier et de la fin d'une longue période spéculative sur ces marchés, on peut considérer que cette évolution s'inscrit dans le mouvement de récession ou de ralentissement des économies qu'elle a traditionnellement tendance à amplifier, la hausse du chômage ayant notamment un effet marqué sur l'investissement logement. L'Allemagne constitue l'exception, le processus de réunification conduisant à une poursuite des investissements immobiliers à un rythme soutenu.

200

*La forte baisse
de l'investissement privé*

Sauf au Royaume-Uni où les profits nominaux ont marqué un léger redressement, les entreprises ont connu une année 1991 délicate, à l'image de ce qui s'était produit en 1990 dans la plupart des pays. Les profits ont poursuivi leur contraction aux Etats-Unis et au Japon, se sont retournés en France et en Allemagne. Les entreprises ont fortement ajusté leurs investissements productifs qui ont enregistré, soit une contraction pour les pays les plus avancés dans le cycle, soit un ralentissement au Japon et dans une moindre mesure en Allemagne. Dans les pays anglo-saxons, cette correction, ajoutée à celle de l'investissement logement, a conduit à une baisse marquée du taux d'investissement privé et a permis un redressement de l'autofinancement des entreprises qui chutait depuis trois ans. Cela n'a pas été le cas dans les trois autres pays où l'inflexion a été encore assez limitée, ou bien — en France — où le poids des charges financières lié au niveau très élevé des taux d'intérêt réels a continué de pénaliser les entreprises. Dans tous les cas, l'évolution enregistrée en 1991, ne laisse pas supposer une accélération nette de l'investissement en 1992, soit que les entreprises aient une forte incitation à poursuivre leur assainissement

financier (Etats-Unis, France) en raison de leur niveau élevé d'endettement réel ou des taux d'intérêt, soit que les ajustements intervenus ne soient que très partiels. Il s'agit, comme on y reviendra, d'une caractéristique inquiétante du cycle actuel.

La dérive des soldes publics

Amorcée dès 1990 — le Japon faisant ici exception — la dégradation des finances publiques a été générale en 1991, et aucune inflexion n'est prévisible dans l'immédiat. Si l'on raisonne sur le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques, la dérive atteint 3,5 points de PIB en deux ans au Royaume-Uni ; 1,3 point aux Etats-Unis ; 0,7 point en France et 4,5 points en Allemagne. L'évolution tient en bonne partie au ralentissement cyclique et aux pertes de recettes fiscales qui en découlent, mais elle prend un relief particulier dans un contexte macro-économique marqué par l'absence de fortes tensions inflationnistes et par un niveau élevé de taux d'intérêts.

Elle se traduit notamment par une dérive continue des ratios de dette publique et par une part sans cesse croissante des charges d'intérêts dans le déficit. Les cas français et américain en sont l'illustration, les intérêts versés étant supérieurs au déficit dans le premier pays en 1991 (140 Mds de francs contre 131 Mds), et le ratio dette/PIB progressant en moyenne de deux points par an depuis 1982 dans le second, en dépit des nombreuses tentatives de contrôle des dépenses fédérales intervenues depuis cinq ans. Enfin, le cas du déficit public allemand est marqué par une forte progression des dépenses qui ne semble pas devoir être contrôlée en 1992 (déficit public projeté à 6,6 points de PIB) et qui pour l'instant finance principalement des dépenses de consommation privée dans la partie orientale.

Plus que les niveaux de déficit eux-mêmes, qui ne sont pas inhabituels pour une phase basse du cycle d'activité, c'est donc l'absence de marge de manœuvre et la dynamique de moyen terme des dépenses publiques qui paraissent aujourd'hui inquiétantes. Si le soutien immédiat à la croissance est indéniable et bien venu lors du ralentissement économique, l'existence de déficits élevés et difficiles à réduire peut se révéler pénalisante dans la phase à venir de reprise, leur financement pouvant notamment être délicat lorsque l'investissement privé reprendra. Par ailleurs, dans le contexte déjà mentionné où la croissance réelle des économies reste durablement inférieure aux niveaux de taux d'intérêt, la « soutenabilité » des politiques budgétaires à long terme devient problématique : pour stabiliser les ratios dette publique/PIB d'ici le milieu de la décennie, il serait ainsi nécessaire de réduire les dépenses publiques de 3,7 points de PIB en Allemagne, de 1,9 point aux Etats-Unis et de 1,1 point au Royaume-Uni. En France, l'effort serait plus limité (0,5 point de PIB) témoignant de ce que la situation

budgétaire y est plus saine que les autres grands pays, même si la marge de manœuvre sur les dépenses publiques reste limitée.

*L'épargne nationale
et les soldes courants*

Après le resserrement des soldes courants intervenu en 1990, 1991 marque une situation nouvelle dans l'affection de l'épargne au sein du G5. Si l'on exclut les transferts liés à la guerre du Golfe qui ont permis une entrée nette de capitaux de 40 Mds de dollars aux Etats-Unis et de 25 Mds à l'échelon du G5, le fait le plus marquant est le retour du Japon à des excédents massifs (72 Mds de dollars). Cette situation ne se rapproche pas de celle connue à la fin des années quatre-vingt pour deux raisons. En premier lieu, le Japon est devenu exportateur net de capitaux à court terme, la balance des capitaux à long terme étant à l'inverse déficitaire. Le rôle de transformation internationale tenu par le Japon il y a quelques années s'est donc profondément modifié. Par ailleurs, le schéma d'un déficit massif des Etats-Unis financé conjointement par les excédents japonais et allemand a laissé place à celui d'une économie japonaise créditrice en flux face à des besoins de financement émanant aussi bien des Etats-Unis que de l'Allemagne. L'inversion du solde courant de ce dernier pays, consécutive à la réunification, reste évidemment le fait marquant de l'année 1991.

202

*Un équilibre épargne-investissement
provisoirement moins tendu*

Par rapport aux années précédentes, l'équilibre entre épargne et investissement au sein de chacun des pays du G5 s'est réalisé de façon moins tendue. Il faut y voir la conséquence de la forte inflexion de l'investissement privé plus celle d'un sucroît d'épargne privée. Dans le même temps en effet, la dérive des déficits budgétaires a conduit à une augmentation de la désépargne publique. Autrement dit, l'équilibre épargne-investissement s'est réalisé dans un contexte peu vertueux pour la croissance de moyen ou long terme puisque c'est la faiblesse des dépenses d'investissement qui le caractérise et donc le développement limité des capacités de production.

Cette situation est manifeste pour les pays anglo-saxons où la légère hausse du taux d'épargne nationale privée, la diminution de l'appel à l'épargne étrangère (mesurée par le déficit courant) et l'augmentation de la désépargne publique trouvent leur compensation dans une chute du taux d'investissement — de 1,8 point du PIB aux Etats-Unis et 2,6 points au Royaume-Uni. Le cas français est analogue aux précédents à la différence près que la baisse du taux d'investissement a été corrélée à celle du taux d'épargne privé. Enfin, si le Japon est également marqué par une baisse du taux

d'investissement, c'est plus dans le dégagement d'une épargne supplémentaire vis-à-vis du reste du monde que se solde l'équilibre épargne-investissement. Le seul pays n'entrant pas dans ce cadre d'analyse reste l'Allemagne, dont on a vu que l'investissement privé progresse à un rythme toujours soutenu, même s'il est inférieur à celui de l'année 1990.

Pour la phase de reprise économique à venir — en 1992 pour les pays anglo-saxons et la France, 1993 pour l'Allemagne et le Japon —, ces évolutions laissent envisager une nouvelle tension de l'équilibre épargne-investissement : sauf progression improbable des taux d'épargne privée (que ni la hausse modérée des revenus, ni l'absence immédiate de tensions inflationnistes ne favorisent), la poursuite de la dégradation des soldes publics devrait aller de pair avec un faible niveau d'investissement privé, inhabituel en sortie de récession et dommageable à moyen terme.

Structure de portefeuille des ménages

Le tableau 11 présente l'évolution pour les différents pays de la structure de l'actif financier des ménages. Les mouvements les plus importants sur 1991 sont les suivants :

— la baisse des taux nominaux à long terme, visible dans l'ensemble des pays, s'est traduite par une consolidation des parts des obligations dans les portefeuilles. Ce mouvement est le plus net en France, la part s'élevant de 4,7 % en 1990 à 5,8 % en 1991, et en Allemagne de 18,6 % à 19,6 % ;

— les anticipations de sortie de crise qui avaient conduit à une embellie du Dow Jones et du CAC 40 en fin d'année ont permis de restaurer la part des actions dans les portefeuilles américains et français ; par contre l'atonie du marché allemand et la dépression du Nikkei au Japon ont conduit à des mouvements inverses pour la part des actions en Allemagne et au Japon ;

— la baisse des rendements réels des placements à court terme a conduit à un effritement des liquidités dans l'ensemble des pays (mouvement nettement marqué en France à travers les SICAV monétaires) et explique pour une large part le déplacement du portefeuille des ménages avec les actifs plus risqués (valeurs mobilières, actions, obligations). Au Japon, ce mouvement a été contrarié par la progressive déréglementation des rémunérations des comptes à vue ;

— le mouvement haussier sur les assurances-vie et les fonds de retraite se prolonge dans tous les pays.

Au-delà des situations particulières nationales, il semble ainsi que l'année 1991 marque un certain retour des investissements finaux vers les marchés de valeurs mobilières en raison de la baisse, avérée ou anticipée, des taux à court terme, de la hausse attendue des rendements obligataires et des perspectives de sortie de crise dans les pays anglo-saxons. Ce mouvement, favorable à la

recapitalisation du système bancaire et des entreprises, pourrait être contrarié sur 1992 si des tensions sur le coût du capital se manifestaient de nouveau — financement de la reprise américaine et alourdissement des déficits publics.

Tableau 1

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES (% DU REVENU DISPONIBLE)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	4,4	5,1	5,3
Japon	14,4	14,2	14,5
Allemagne	12,6	13,9	13,9
France	11,6	12,0	12,0
Royaume-Uni	7,1	8,8	10,4

Tableau 2

REVENU RÉEL DES MÉNAGES (TAUX DE CROISSANCE ANNUEL)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	2,0	1,9	- 0,1
Japon	4,6	3,7	3,2
Allemagne	1,7	6,2	2,4
France	3,4	3,6	1,6
Royaume-Uni	5,3	2,9	- 0,1

Tableau 3

TAUX D'INFLATION (TAUX DE CROISSANCE ANNUEL)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	4,8	5,4	4,2
Japon	2,3	3,1	3,3
Allemagne	2,8	2,7	3,5
France	3,3	3,4	3,1
Royaume-Uni	7,8	9,5	5,8

L'ÉPARGNE DANS LES CINQ GRANDS PAYS EN 1991

Tableau 4

ÉPARGNE FINANCIÈRE ET INVESTISSEMENT LOGEMENT

	Taux d'épargne financière			Taux de croissance de l'investissement logement		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991
Etats-Unis (1)	3,9	3,9	6,0	- 3,8	- 8,7	- 10,3
Japon	12,6	13,9	14,8	0,0	4,5	- 7,7
Allemagne (2)	12,0	13,4	13,4	5,1	5,0	3,8
France	2,0	2,4	2,9	7,7	1,3	- 0,7
Royaume-Uni	- 1,0	1,6	4,7	- 3,9	- 13,0	- 11,5

(1) Source : Flows of Funds, non compatible avec le taux d'épargne global.

(2) Source : Bundesbank, *idem*.

Tableau 5

TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES ENTREPRISES (EN %)

	1988	1989	1990	1991
Etats-Unis	85,0	79,0	73,0	77,0
Japon	81,0	83,0	72,0	73,0
Allemagne	97,0	89,0	87,0	84,0
Royaume-Uni	94,0	62,0	54,0	69,0
France	100,0	93,0	87,0	87,0

205

Tableau 6

PROFITS DES ENTREPRISES (TAUX DE CROISSANCE ANNUEL)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	- 1,9	- 4,6	- 4,9
Japon	- 0,6	- 14,6	- 5,7
Allemagne	- 4,6	24,4	- 27,8
France	- 14,9	- 9,1	1,5
Royaume-Uni	3,7	- 0,1	- 4,2

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Tableau 7

INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS (TAUX DE CROISSANCE ANNUEL)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	2,2	1,2	- 6,6
Japon	16,5	12,4	6,2
Allemagne	9,9	12,9	10,0
France	8,6	5,5	3,3
Royaume-Uni	8,1	- 0,9	- 10,0

Tableau 8

SOLDES PUBLICS (EN % DU PNB/PIB)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	- 1,6	- 2,5	- 2,9
Japon	2,0	2,5	2,4
Allemagne	- 0,3	- 3,0	- 4,8
France	- 1,2	- 1,7	- 1,8
Royaume-Uni	1,8	0,4	- 1,7

206

Tableau 9

ÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT (EN % DU PNB/PIB)

	Épargne privée			Investissement privé			Épargne publique- investissement public			Solde courant		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Etats-Unis	15,4	15,6	15,8	14,6	12,8	13,0	- 2,5	- 2,9	- 3,8	- 1,7	- 0,1	- 0,9
Japon	25,4	25,3	25,4	25,9	25,4	25,0	2,5	2,4	2,2	1,2	2,1	2,3
Allemagne	25,2	23,2	24,5	19,3	20,7	21,2	- 3,0	- 3,7	- 3,8	2,9	- 1,2	- 0,5
France	18,9	18,5	18,4	18,2	17,6	17,3	- 1,7	- 1,8	- 2,0	- 0,7	- 0,4	- 0,4
Royaume-Uni	14,4	14,9	14,5	17,1	14,5	14,1	0,1	- 1,3	- 2,1	- 2,7	- 1,0	- 1,6

L'ÉPARGNE DANS LES CINQ GRANDS PAYS EN 1991

Tableau 10

SOLDE COURANT (EN MILLIARDS DE DOLLARS)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	- 106,9	- 92,0	- 8,0
Japon	57,0	36,0	72,0
Allemagne	56,0	48,0	- 21,0
France	- 4,0	- 8,0	- 4,0
Royaume-Uni	- 33,0	- 27,0	- 10,0
Solde du G5	- 30,0	- 43,0	23,0

Tableau 11

STRUCTURE DE L'ACTIF FINANCIER DES MÉNAGES
(EN % ACTIF TOTAL, ENCOURS FIN D'ANNÉE)

	1989	1990	1991		1989	1990	1991
<i>Etats-Unis</i>				<i>France</i>			
Liquidités	24,0	23,9	22,4	Liquidités	37,4	35,6	32,3
Obligations	13,2	14,7	13,7	Obligations	4,8	4,7	5,8
Actions	15,4	13,6	14,9	Actions	33,9	33,0	34,0
Mutual Funds	4,0	4,1	5,1	OPCVM	9,3	11,1	10,5
Assurance-vie et fonds de retraite	23,1	23,8	25,1	Assurance-vie et fonds de retraite	10,0	15,6	17,4
<i>Japon</i>				<i>Allemagne</i>			
Dépôts à vue	9,6	8,9	9,6	Dépôts à vue	7,8	7,4	6,9
Dépôts à terme	42,8	44,1	44,5	Dépôts à terme	38,0	36,5	35,0
Trusts	6,5	6,9	7,6	Banksparcassen	4,4	4,2	4,0
Titres	21,0	18,9	15,8	Obligations	16,8	18,6	19,6
Assurance-vie	20,1	21,2	22,5	Actions	2,9	3,0	3,1
				Assurances	21,8	22,2	22,7
<i>Royaume-Uni</i>							
Dépôts à vue	25,6	27,2	25,6				
Dépôts à terme	17,3	19,3	17,9				
Building societies	48,3	46,0	46,4				
Autres liquidités	10,7	10,2	9,8				

Tableau 12

TAUX D'INTÉRÊT À 3 MOIS (ENTRE PARENTHÈSES TAUX RÉEL)

	1989	1990	1991
Etats-Unis	8,1 (3,3)	7,5 (2,1)	5,5 (1,3)
Japon	4,7 (2,4)	6,9 (3,8)	7,0 (3,7)
Allemagne	7,1 (4,3)	8,4 (5,6)	9,1 (5,6)
France	9,3 (6,0)	10,2 (6,8)	9,5 (6,4)
Royaume-Uni	13,8 (6,0)	14,7 (5,2)	11,5 (5,7)

Tableau 13

RENDEMENTS (ENTRE PARENTHÈSES TAUX RÉEL, MOYENNE ANNUELLE)

	Taux à 10 ans				Cours boursiers		
	1989	1990	1991		1989	1990	1991
Etats-Unis	8,6 (3,8)	8,7 (3,3)	8,0 (3,8)	Dow Jones	2 509	2 679	2 929
Japon	5,1 (2,8)	7,0 (3,9)	6,5 (3,2)	Nikkei	34 036	29 476	24 300
Allemagne	6,9 (4,1)	8,7 (5,9)	8,5 (5,0)	C. bank	1 827	2 108	1 870
France	8,8 (5,5)	10,8 (6,6)	9,1 (6,0)	CAC 40	1 274	1 838	1 768
Royaume-Uni	10,4 (2,6)	12,0 (2,5)	10,3 (4,5)	FT-SE	1 781	2 225	2 466