

COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE DANS LES CINQ GRANDS PAYS EN 1992

SERVICE DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES
CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

En 1992, le décalage conjoncturel entre les principales économies s'est accentué : alors que les Etats-Unis, puis le Royaume-Uni, connaissaient un mouvement de reprise de l'activité, l'Allemagne, la France sont entrées dans une récession sévère au second semestre et le Japon a vu un déclin progressif de sa croissance.

Un trait commun des différentes économies est cependant que le cycle actuel semble plus long et plus inerte que la normale. En particulier, les facteurs contracycliques de reprise jouent faiblement. Il en va ainsi des comportements d'épargne et d'investissement de l'ensemble des agents économiques.

287

1. L'absence de retournement brutal de l'épargne des ménages

La phase récessive du cycle économique a conduit, par ses effets sur l'emploi et la progression des salaires, à un net ralentissement de la hausse du revenu réel des ménages. Celui-ci est visible dès 1991 dans le cas des pays anglo-saxons (1992 marquant une nette reprise) et s'accroît pour les trois autres pays en 1992 (*tableau 2*).

Le contexte de faible inflation a par ailleurs été plus prononcé que jamais l'année dernière. A l'exception des tensions observées en Allemagne consécutivement à la réunification - qui restent faibles dans l'absolu et concentrées dans les services - on observe des taux de croissance des prix historiquement faibles et toujours en décélération, compris entre 1,7% et 3,8% (*tableau 3*).

La hausse du chômage a surtout été marquée en France, avec une accélération forte au second semestre 1992 et un nombre record de chômeurs. Une stabilisation, voire une décrue dans le cas des Etats-Unis, est intervenue dans les pays anglo-saxons. Enfin, même si le taux de chômage mesuré conventionnellement reste très faible au Japon, une évolution inhabituelle intervient dans ce pays (hausse du nombre de chômeurs beaucoup plus vive que dans les cycles précédents), qui tient

autant aux effets de la récession qu'à l'amorce d'une modification structurelle du marché du travail.

Quant aux rémunérations des actifs, 1992 se caractérise par une baisse prononcée des rendements nominaux et réels des titres courts aux Etats-Unis et au Japon, et des titres obligataires en Allemagne. Dans les autres cas, il y a souvent stabilité en moyenne par rapport à 1991, à l'exception notable du recul de la place boursière japonaise (*tableau 11*).

En moyenne annuelle, le taux d'épargne des ménages a fortement augmenté au Royaume-Uni (+2,4 points par rapport à 1991) et progressé aux Etats-Unis (+0,5 point). Il est resté rigoureusement stable au Japon et en France, et a décliné en Allemagne (-1,0 point). Sauf dans ce dernier pays, les évolutions cadrent mal avec la chronologie du cycle économique (*tableau 1*).

La faiblesse structurelle de l'épargne des ménages aux Etats-Unis et la responsabilité des comportements antérieurs d'endettement dans le déclenchement de la récession fin 1990 ont empêché de jouer le cycle traditionnel de l'épargne privée. Il s'en est suivi une reprise assez faible de la consommation en 1992, qui est venue accentuer le caractère modéré du retournement de l'activité. Au Royaume-Uni, sans doute pour des raisons analogues, il a fallu attendre la fin de l'année pour voir les ménages prélever sur leur épargne qui avait atteint un niveau particulièrement élevé en dépit du mouvement de désinflation. La baisse du taux d'épargne a alors commencé à s'effectuer à un rythme très rapide avec des conséquences radicales sur la demande de consommation.

Le cas français reste énigmatique et fait l'objet de nombreuses analyses qui n'apportent pas de conclusions claires. Si l'on s'en tient aux déterminants traditionnels du comportement d'épargne des ménages en France, le fort ralentissement de la hausse des revenus réels et le contexte de très faible inflation (qui plus est en décélération) auraient dû conduire à une inflexion marquée du taux d'épargne dès la fin 1991, avec un retour sur un niveau de 11,0 à 11,5% fin 1992. La hausse du taux de chômage ne permet pas d'expliquer à elle-seule la constance du taux d'épargne à près de 13%.

Restent les explications - séduisantes mais difficiles à valider empiriquement - d'ordre structurel ou technique. En premier lieu, l'anticipation des difficultés futures du système de retraites induirait de la part des ménages une épargne supplémentaire à celle habituellement constituée. Le maintien de rendements réels élevés et d'une structure par maturité inversée seraient également de nature à inciter au désendettement et à la constitution d'épargne financière. Techniquement, le succès des produits de capitalisation et la part croissante des revenus financiers dans le total des revenus conduiraient aussi à augmenter le taux d'épargne. Enfin, la forte accélération du taux de chômage et le fait que les problèmes

d'emploi se généralisent à des catégories sociales jusque là relativement épargnées sont évoquées comme pouvant exacerber le rôle du chômage sur le comportement d'épargne. Quoi qu'il en soit, un facteur contracyclique essentiel (l'inflexion du taux d'épargne) n'a pu jouer le rôle attendu en France en 1992, ni même, semble-t-il, sur le premier semestre 1993.

2. Epargne logement et épargne financière

L'année 1992 est marquée par un retournement brutal - et parfaitement inscrit dans le cycle économique - de l'investissement logement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. En France et au Japon, on a en revanche assisté à un recul venant prolonger celui de l'année 1991. Le maintien d'une forte hausse de l'investissement logement en Allemagne doit être associé aux effets de la réunification et non à une logique autonome (tableau 4) .

Pour autant qu'on puisse la relier - en raison notamment de l'absence de cadre statistique cohérent - à celles de l'épargne globale et de l'investissement-logement, l'évolution de l'épargne financière est marquée par un net recul aux Etats-Unis, doublé d'une réallocation sensible du portefeuille des ménages. La part des liquidités dans l'actif financier des ménages a chuté de 23,8% à 22,1% en 1992, de même que la détention directe d'obligations (8,8% contre 10,9% en 1991). Ce sont les placements en actions, en produits d'assurance-vie et dans les fonds de retraite qui ont bénéficié de cette réallocation. Au-delà des évolutions structurelles observées tendancielle sur longue période, ces mouvements sont en partie la résultante de la modification radicale intervenue sur la structure des rendements, marquée notamment par la chute des taux d'intérêt à court-terme et la hausse moyenne de 11,7% des cours boursiers (tableau 9)

En France, en revanche, la hiérarchie des rendements n'a pas subi de modifications suffisamment importantes en 1992 pour provoquer de fortes réallocations dans le portefeuille des ménages : les évolutions antérieures se sont poursuivies, avec un accroissement de la part des OPCUM et des produits d'assurance-vie.

3. Epargne et investissement des entreprises

En 1992, il n'y a qu'aux Etats-Unis qu'une hausse de l'investissement productif est intervenue. Encore celle-ci est-elle modeste (+2,9%) dans un contexte de sortie de récession. Partout ailleurs, le recul est très marqué, de l'ordre de 4 à 5% en termes réels. Pour l'Allemagne et le Japon, il s'agit d'un retournement cyclique brutal et traditionnel après les fortes progressions enregistrées jusqu'en 1991. Dans le cas du Royaume-Uni, le recul est inquiétant car il prolonge la chute très forte des années antérieures. En

France, le repli s'est en fait amorcé dès le milieu de l'année 1990 et il est continu (tableaux 5 et 6).

Un premier effet de ces évolutions est de conduire à un besoin de financement des entreprises très limité, y compris dans les pays anglosaxons qui amorcent une reprise. L'évolution de l'autofinancement invite cependant à nuancer cette appréciation. Après la forte hausse de celui-ci aux Etats-Unis en 1991, on ne constate pas encore de déclin en 1992 malgré la reprise de l'économie. A l'inverse, les entreprises allemandes continuent de voir leur autofinancement baisser en 1992, preuve d'une situation de profitabilité encore en dégradation. Dans les deux cas, la lenteur du cycle économique paraît jouer.

Le cas des entreprises françaises est plus atypique et renvoie au comportement observé pour les ménages. Le compte financier des entreprises fait état d'une hausse du taux d'autofinancement encore plus forte en 1992 qu'en 1991 : celui-ci atteint désormais 107,3% en moyenne sur l'année. Avec une telle progression sur deux ans et un tel niveau, on aurait pu s'attendre à un retournement plus précoce de l'investissement privé, ce qui n'est pas le cas, les entreprises invoquant l'absence de perspectives de débouchés, et non plus une contrainte financière, depuis la mi-1992. L'enchaînement de comportements atypiques de la part des agents privés (absence de reprise par la consommation en raison d'une épargne des ménages stagnant à un niveau élevé, absence de reprise par l'investissement malgré des conditions de profitabilité en forte amélioration), a pour effet de prolonger et d'amplifier la phase récessive du cycle.

290

4. Des besoins de financement publics élevés, sans marge de manœuvre

A l'exception du Japon où la situation initiale des finances publiques autorisait le maniement de la politique budgétaire à des fins de relance conjoncturelle, les gouvernements ne peuvent actuellement utiliser les finances publiques pour provoquer une reprise de l'activité. Seul le Royaume-Uni a tenté une telle politique, au risque de mettre en péril l'équilibre de long-terme du budget (tableau 7).

On se trouve donc dans une situation - héritée en grande partie de la combinaison des politiques monétaire et budgétaire suivies dans les années quatre-vingt et du niveau élevé du chômage dans le cas des pays européens - où le niveau des déficits publics maintient une forte pression sur le besoin de financement global des économies sans pour autant être le signe d'un effet stimulant des dépenses publiques. Le niveau de dégradation des soldes publics en 1991 et 1992 n'est, à ce titre, pas le plus inquiétant puisqu'il correspondait à une période de basse conjoncture. C'est le fait

que des politiques contracycliques significatives soient difficilement envisageables pour les années en cours ou à venir qui est gênant, l'alternative se résumant, soit à une dérive qui aurait pour conséquence d'exacerber le besoin de financement public et donc de faire pression sur le niveau des taux d'intérêt réels, soit à la conduite de politiques budgétaires restrictives.

5. L'explosion du solde courant japonais

L'analyse de l'évolution des soldes courants permet de juger de l'évolution globale des équilibres épargne-investissement à l'échelle des pays et non plus des agents domestiques. A cet égard, l'année 1992 révèle une situation traditionnelle en cas de décalage conjoncturel pour les Etats-Unis et le Japon, le déficit courant s'élargissant dans le premier pays, l'excédent augmentant dans le second (tableau 8). Néanmoins, l'aspect naturel de cette évolution disparaît si l'on considère, d'une part la situation initiale prévalant en 1990-1991, d'autre part les montants en jeu. Le fait qu'en situation de récession encore isolée (et en dépit des transferts liés à la Guerre du Golfe), les Etats-Unis se trouvaient déjà en déficit sur les comptes courants, rappelle l'insuffisance structurelle d'épargne domestique dans ce pays. Bien que la reprise économique ait connu un rythme modéré en 1992 (2,7%), le déficit courant s'est creusé de près de 1% du PIB. Pour le Japon, l'excédent est structurellement élevé et les évolutions conjoncturelles mondiales de 1992 n'ont fait qu'exacerber cette situation, avec un accroissement de 45 milliards de dollars du solde courant (1,3% du PNB).

297

Le Royaume-Uni connaît une situation qui rappelle celle des Etats-Unis, avec un décalage dans le temps. Le cas français (apparition d'un excédent courant en 1992, mais sur un montant très limité, comme l'était le déficit antérieur) révèle plutôt une situation d'équilibre structurel épargne-investissement à l'échelle nationale, les tensions et déséquilibres existant plutôt, comme nous l'avons vu précédemment, à l'échelon des différents agents domestiques. Enfin, après l'évolution très particulière observée entre 1990 et 1991 en Allemagne suite à la réunification, le maintien d'un déficit courant dégradé en 1992 dans ce pays témoigne du vraisemblable besoin de financement récurrent qu'il aura dans les années à venir : il s'agit d'une rupture majeure avec la situation historique antérieure.

Tableau 1 : Taux d'épargne des ménages (*% du revenu disponible*)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	4,2	4,8	5,3
Japon	14,1	15,0	15,0
Allemagne	13,7	13,8	12,8
France	12,4	12,8	12,8
Royaume-Uni	8,6	10,1	12,5

Tableau 2 : Revenu réel des ménages (*Taux de croissance annuel*)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	1,7	0,1	2,9
Japon	3,0	3,5	2,2
Allemagne	6,8	3,8	1,0
France	3,7	2,0	1,7
Royaume-Uni	2,5	-0,5	2,8

Tableau 3 : Taux d'inflation (*Taux de croissance annuel*)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	5,4	4,2	3,0
Japon	3,1	3,3	1,7
Allemagne	2,7	3,5	4,0
France	3,4	3,1	2,4
Royaume-Uni	9,4	5,9	3,8

Tableau 4 : Epargne financière et investissement logement

	Taux d'épargne financière			Taux de croissance de l'investissement logement (volume)		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Etats-Unis (1)	5,4	5,6	5,0	-9,2	-12,8	16,3
Japon	14,1	15,0	15,0	4,6	-8,4	-5,7
Allemagne (2)	13,4	13,4	11,8	8,1	4,2	7,2
France	2,8	4,2	3,9	-0,2	-3,5	-0,2
Royaume-Uni				14,7	-15,7	5,2

(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 %*)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	79,7	86,5	90,6
Japon	72,6	70,1	72,5
Allemagne	88,5	81,0	78,3
France	88,3	94,6	107,3

Tableau 6 : Investissements productifs
(*taux de croissance annuel, volume*)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	1,2	-5,9	2,9
Japon	11,5	5,8	-4,0
Allemagne	13,3	9,0	-3,9
France	3,9	-2,4	-5,0
Royaume-Uni	-5,8	-9,5	-5,1

Tableau 7 : Soldes publics (*en % du PNB/PIB*)

293

	1990	1991	1992
Etats-Unis	-2,5	-3,5	-4,7
Japon	2,5	2,4	1,2
Allemagne	-2,0	-3,2	-3,8
France	-1,5	-2,1	-3,8
Royaume-Uni	-1,3	-2,9	-5,8

Tableau 8 : Solde courant (*en milliards de dollars*)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	-90	-5	-66
Japon	36	73	118
Allemagne	47	-22	-27
France	-10	-6	4
Royaume-Uni	-33	-13	-16

Tableau 9 : Structure de l'actif financier des ménages
(en % actif total, encours fin d'année)

	1990	1991	1992		1990	1991	1992
Etats-Unis				France			
Liquidités				Liquidités			
Obligations	23,8	23,8	22,1	Obligations	37,2	34,1	33,5
Actions	13,2	10,9	8,8	Actions	3,9	4,2	4,3
Mutual Funds	13,4	14,9	16,3	OPCVM	25,2	27,1	23,7
Assurance vie et fonds de retraite	4,2 26,1	4,9 27,8	6,0 29,5	Assurance vie et fonds de retraite	13,9 9,4	15,0 10,4	16,0 11,9
Japon							
Dépôts à vue	6,0	5,9	6,0				
Dépôts à terme	44,3	45,6	46,1				
Trust	7,0	7,0	7,4				
Trust	18,1	16,3	14,1				
Assurance-Vie	21,0	21,7	23,0				

294

Tableau 10 : Taux d'intérêt à 3 mois
(entre parenthèses taux réel)

	1990	1991	1992
Etats-Unis	7,7 (2,3)	5,5 (1,3)	3,5 (0,5)
Japon	7,0 (3,9)	7,0 (3,7)	4,1 (2,4)
Allemagne	8,4 (5,7)	9,1 (5,6)	9,4 (5,4)
France	10,2 (6,8)	9,5 (6,4)	10,1 (7,7)
Royaume-Uni	14,7 (5,3)	11,5 (5,6)	9,5 (5,7)

Tableau 11 : Rendements
(entre parenthèses taux réel, moyenne annuelle)

	Taux à 10 ans				Cours boursiers		
	1990	1991	1992		1990	1991	1992
Etats-Unis	8,8 (3,4)	8,0 (3,8)	7,0 (4,0)	Dow Jones	2 679	2 929	3 284
Japon	7,0 (3,9)	6,5 (3,2)	5,4 (3,7)	Nikkei	29 476	24 297	18 185
Allemagne	8,7 (6,0)	8,5 (5,0)	7,8 (3,8)	C. bank	2 108	1 871	1 850
France	10,0 (6,6)	9,1 (6,0)	8,6 (6,2)	CAC 40	1 838	1 768	1 854
Royaume-Uni	12,0 (2,6)	10,3 (4,4)	9,2 (5,4)	FT SE	2 225	2 466	2 561