

# Les comportements d'épargne et d'endettement des ménages en 1987

*André BABEAU*

*Université de Paris IX et CREP*

130

**D**u point de vue de l'analyse des comportements des ménages, l'année 1987 restera une référence intéressante. Qu'il s'agisse du domaine « réel » ou du domaine financier, des tendances étaient à l'œuvre depuis le début des années quatre-vingt. Ces tendances ont-elles cédé au choc des secousses financières du dernier trimestre comme pouvaient le laisser attendre certaines théories apparemment bien assises ? Les premières évidences empiriques plaident davantage en faveur de la continuité que de la rupture. Pour l'ensemble des pays de l'OCDE, la croissance du produit intérieur a été un peu plus lente en 1987 qu'en 1986 et le taux d'épargne moyen a continué de baisser sur sa lancée des années précédentes. En matière de comportements financiers des ménages dans les pays étudiés à titre principal (États-Unis, France, Royaume-Uni, Allemagne et Italie), les caractéristiques majeures de 1987 ont été, du côté des ressources financières, la stagnation ou la poursuite de la baisse des taux d'épargne, avec un recours important au crédit sous ses diverses formes. Du côté des emplois, les investissements des ménages (logement ou entreprises individuelles) n'ont pas manifesté un fort dynamisme, même si, dans certains pays, la part relative des investissements-logement dans l'ensemble des emplois a cessé de se contracter. Les place-

ments financiers ont donc continué de tenir une place importante dans les emplois des fonds par les ménages, mais cette place mesurée par rapport au revenu disponible a, dans certains pays (États-Unis, France et Italie), connu un assez net fléchissement.

Sur ces divers points, la publication des comptes 1987 des différents pays permet de préciser le diagnostic.

## **L'ANALYSE DE LA BAISSÉ DES TAUX D'ÉPARGNE FAIT INTERVENIR DE NOMBREUX FACTEURS**

Lors de l'entrée dans la crise, en 1975, la plupart des pays de l'OCDE avaient vu monter le taux d'épargne des ménages, taux qui s'est maintenu à un niveau assez élevé jusqu'à la fin des années soixante-dix. Dans beaucoup de pays, le développement des revenus de transfert était venu contrebalancer la stagnation des revenus d'activité en maintenant un rythme rapide de croissance du revenu disponible. Depuis le début des années quatre-vingt, le rythme de croissance du revenu disponible s'est beaucoup ralenti et la baisse des taux d'épargne a été, presque partout, régulière et prononcée.

De ce point de vue, l'année 1987 se place dans la continuité de l'évolution observée de 1981 à 1986.

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

Les taux d'épargne ont baissé d'un demi-point à un point et demi dans presque tous les pays (tableau 1)<sup>1</sup> : la RFA est un des seuls pays à faire exception, son taux d'épargne étant, depuis quel-

que dix ans, d'une étonnante stabilité. À un niveau plus faible, le taux d'épargne des ménages suisses s'est également quelque peu redressé en 1987.

TABEAU 1

### TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES EN POURCENTAGE DE LEUR REVENU DISPONIBLE

		1971	1975	1980	1985	1986	1987	1988	1989
États-Unis (1)	n	8,8	9,4	7,3	4,6	4,5	3,9	5,0	5,5
Japon	n	17,8	22,8	17,9	16,0	16,6	16,6	16,7	16,2
Allemagne	n	13,5	15,1	12,8	11,5	12,2	12,2	12	11,7
Canada	n	6,9	12,7	13,6	14,1	11,7	9,4	9,5	9,3
Suède	n	4,1	5,0	5,0	1,1	0,7	2,8	nd	nd
Espagne	n	11,3	11,1	6,7	10,4	10,1	9,4	nd	nd
Italie	b	30,8	30,6	28,0	24,2	24,4	23,5	22,7	22,7
France	b	18,2	20,2	17,6	13,4	13,3	12,0	11,8	11,9
Portugal	b	17,1	16,7	28,6	28,5	26,5	25,4	nd	nd
Royaume-Uni	b	7,8	12,3	14,2	9,3	7,4	5,6	4,7	5,0

n : taux net de la consommation de capital

b : taux brut de la consommation de capital

(1) concernant les États-Unis, il est difficile de préciser si le taux est calculé net ou brut de la consommation de capital.

Source : *Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1988, p. 197* sauf pour les années 1988 et 1989 où ce sont les études économiques par pays qui ont été utilisées. Il arrive à l'OCDE de ne pas distinguer entre les taux bruts et les taux nets.

#### L'appréciation de la baisse des taux d'épargne

est arithmétiquement très dépendante du fait que l'on se réfère à l'épargne brute des ménages ou à leur épargne nette de la consommation de capital (usure du capital-logement et amortissement des machines et équipements des entreprises individuelles). Dans un pays comme la France, la consommation de capital des ménages représente de façon assez régulière, autour de 4,5 % de leur revenu disponible. Apprécié en brut, le taux d'épargne des ménages français est donc passé de 20,2 % en 1975 à 12 % en 1987, soit une baisse relative de 40 %. Mais, en épargne nette de la consommation de capital, le taux est passé de 15,7 % en 1975 à 7,4 % en 1987, soit une baisse de 53 %.

Pour certains pays, la prise en compte de la seule épargne nette de la consommation de capital fait ressortir des taux d'épargne très proches de zéro

et même, dans certains cas, négatifs. Ainsi, en 1987, le taux d'épargne net des ménages a-t-il été aux États-Unis inférieur à 4 % du revenu disponible. Le Royaume-Uni, bien qu'il soit impossible d'y isoler la consommation de capital des ménages, avec un taux d'épargne brut de 5,6 % en 1987, ne doit pas avoir un taux d'épargne net très supérieur à 1 %<sup>2</sup>.

Enfin, deux pays de l'OCDE, font apparaître des taux d'épargne nets négatifs, phénomène tout à fait exceptionnel dans les statistiques macro-économiques : la Norvège, depuis 1985, avec un taux d'épargne négatif de 3,1 % en 1987 ; la Suède, depuis 1986, avec un taux d'épargne négatif de 2,8 % en 1987. Naturellement, on verra plus loin qu'une telle situation n'est pas indépendante des comportements d'investissement et d'emprunt. Mais on peut dès maintenant faire observer les conséquences qu'elle entraîne du

131

1 — Les tableaux numérotés en chiffres arabes figurent au texte. Pour des raisons de place, les tableaux numérotés en chiffres romains n'ont pu être maintenus, mais peuvent être demandés à la rédaction.

2 — Les comparaisons internationales faisant intervenir des taux d'épargne nets doivent cependant être effectuées avec prudence les méthodes de calcul de la consommation de capital ne sont pas nécessairement les mêmes d'un pays à l'autre.

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

point de vue de la croissance des patrimoines : à supposer une stabilité du prix relatif du patrimoine par rapport à un indice général des prix (par exemple indice de prix du PIB ou de la consommation), un taux d'épargne net négatif correspond par définition à une diminution en valeur réelle du patrimoine global.

**L'analyse théorique et l'étude économétrique** de la baisse des taux d'épargne varient d'un pays à l'autre suivant les principales caractéristiques de l'économie envisagée et les convictions des modélisateurs, celles-ci ne laissant évidemment pas d'être largement influencées par celles-là.

Autant dire que, selon les pays, les analyses de la baisse du taux d'épargne sont souvent assez différentes. Sans présenter une revue exhaustive de leur contenu, on peut tout de même évoquer les variables les plus souvent retenues.

Dans tous les modèles de partage du revenu entre épargne et consommation, la variable la plus significative est, bien sûr, la croissance du revenu réel disponible. En longue période, le taux de croissance moyen contribue à fixer le niveau d'équilibre du taux d'épargne. En courte période, les fluctuations du taux de croissance du revenu autour de sa tendance font apparaître des fluctuations du taux d'épargne autour de sa valeur d'équilibre : en 1987, on l'a vu, à un taux de croissance du revenu réel assez modeste pour les pays envisagés a correspondu un taux d'épargne moyen également modeste.

L'évolution des prix est aussi une variable souvent retenue dans les modèles : l'effet d'encaisse réelle est très probablement cette partie de l'effet de richesse qui fonctionne le mieux. Or, en 1987, il n'y a pas eu de reprise de l'inflation dans les pays étudiés (sauf, de façon modérée, aux États-Unis) et, globalement, la hausse des prix à la consommation sur l'ensemble des pays de l'OCDE, hors États-Unis, a même continué de fléchir par rapport à l'année précédente (3% contre 3,3%). Ce facteur a donc joué, lui aussi, plutôt dans le sens d'une contraction du taux d'épargne puisque, selon l'effet d'encaisse réelle, la désinflation exerce une influence négative sur le montant global de l'épargne.

Le montant d'investissement réalisé en logements et dans les entreprises individuelles paraît également, pour diverses raisons (substitution de l'investissement à la consommation pour la constitution de l'apport personnel, poids des rembourse-

ments d'emprunt qui gonflent l'épargne, etc.), positivement lié au taux d'épargne. Or, depuis l'entrée dans la crise, le taux d'investissement des ménages, mesuré par rapport à leur revenu disponible, a eu tendance à baisser dans de nombreux pays et 1987 n'a pas marqué à cet égard de net redémarrage (sauf au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en France).

La prise en considération des décisions d'endettement amène à distinguer les emprunts à moyen et long terme qui sont probablement en relation positive avec l'épargne, et les emprunts à court terme (crédits de trésorerie) qui sont sans doute en relation négative. S'agissant des emprunts à moyen et long termes, leur rôle serait particulièrement important en période de rationnement du crédit : c'est alors eux qui contribueraient à déterminer le montant des investissements avec l'influence signalée ci-dessus sur l'épargne. En l'absence de rationnement du crédit, la variable importante dans cette séquence de détermination de l'épargne serait le montant lui-même de l'investissement décidé<sup>3</sup>. En 1987, dans la plupart des pays développés, a prévalu une situation d'absence de rationnement du crédit, conséquence de la déréglementation et des innovations financières. C'est donc l'investissement qui a été la variable importante. Or, on a vu et on verra plus loin de façon plus détaillée que le dynamisme de l'investissement des ménages n'a pas, sauf exception, été tel qu'il ait pu, à lui seul, entraîner une remontée des taux d'épargne des ménages.

Le rôle du développement des crédits de trésorerie dans le partage épargne-consommation commence d'être pris en considération dans plusieurs pays. Aux États-Unis, le modèle MPS du *Federal Reserve Board* reconnaît une influence du crédit à la consommation sur la part des biens durables dans la consommation totale, mais non pas sur le montant global de la consommation (voir [2], p. 185). La fonction d'épargne calculée par les experts de l'OCDE pour les États-Unis retient, quant à elle, entre autres, deux variables de crédit qui sont susceptibles d'influencer le taux d'épargne :

3— Le modèle MPS du *Federal Reserve Board* [2] retient bien une influence du crédit sur l'investissement, mais pas de l'investissement sur l'épargne. Pour un examen complet de la séquence qui va du crédit à l'épargne, on peut se référer aux modèles français SABINE et FANIE [5].

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

— le taux d'intérêt appliqué aux nouveaux prêts par les sociétés de crédit automobile : une augmentation de ce taux se traduit par une certaine réduction de la consommation globale ;

— la durée moyenne des prêts nouvellement accordés par les sociétés de crédit automobile : une augmentation de cette durée entraîne, toutes choses égales d'ailleurs, une hausse de la consommation globale.

Pour les États-Unis, on peut penser que la réduction des encours de crédits à la consommation intervenue, comme on le verra, en 1987 a tempéré l'action d'un facteur de tassement du taux d'épargne.

Pour la France, dans un modèle estimé par la Banque de France, le développement rapide du crédit à la consommation au cours des trois dernières années rend bien compte d'une partie de la baisse du taux d'épargne des ménages. En ce qui concerne un pays comme la RFA, on peut cependant faire observer, en sens inverse, qu'un niveau important de diffusion du crédit à la consommation paraît tout à fait compatible avec une grande stabilité du taux d'épargne des ménages.

L'effet de richesse est un facteur dont l'influence sur l'épargne a été examinée de très près, avec la forte montée des cours de bourses observée de 1983 à 1987 et la chute brutale d'octobre 1987. Dans les modèles américains, le coefficient marginal de « consommation » de l'actif net est compris entre 5 et 7 %. De 1982 à la veille du krach de 1987, le rapport du patrimoine boursier des ménages à leur revenu était passé aux États-Unis de 0,49 à 0,89, évolution suffisant à expliquer à elle seule 2,5 points de baisse du taux d'épargne. Au début de 1988, on s'attendait que la baisse de la Bourse provoque une remontée du taux d'épargne de 1,5 point d'ici la fin de 1989<sup>4</sup>.

En fait le statut scientifique de l'effet de richesse et ses conséquences empiriques sont rien moins qu'assurés et, en dehors des États-Unis, cet effet est loin d'être universellement accepté. L'effet de richesse est-il lié à tout déséquilibre du rapport patrimoine/revenu, ou aux seuls déséquilibres dus aux mouvements de prix ? Faut-il essayer de distinguer les plus-values latentes et les plus-values réalisées ? Convient-il de faire figurer, dans la prise en compte de ce facteur, l'actif net total (y

compris le patrimoine réel) ou le seul actif net financier ? Autant de questions auxquelles les réponses apportées varient suivant les auteurs pour des raisons qui ne sont pas toujours clairement explicitées. En France, des travaux de la Direction de la Prévision faisant intervenir le rapport du seul actif financier net au revenu paraissent conclure à l'existence d'un effet de richesse<sup>5</sup>. D'études menées par la Banque de France et isolant les plus-values latentes du seul actif net financier, il apparaît au contraire que l'augmentation de la valeur du portefeuille des ménages français, entre 1983 et 1986, n'expliquerait en rien la baisse du taux d'épargne des ménages<sup>6</sup>.

Au total, il était probablement trop tôt pour attendre du choc boursier une remontée du taux d'épargne des ménages au dernier trimestre de 1987. Mais, même pour 1988, il paraît hasardeux de prévoir une remontée du taux d'épargne qui puisse être attribuée nettement au jeu de l'effet de richesse après le krach d'octobre 1987, d'autant que la reprise des Bourses a pu perturber de ce point de vue l'influence des événements de l'automne. Toujours est-il que les retombées de cette secousse boursière sont, comme on le montrera plus loin, à chercher ailleurs que dans la modification du partage consommation-épargne.

**L'influence de facteurs** exerçant leur effet, à court terme ou long terme, sur le partage épargne-consommation, et autres que ceux qui ont déjà été mentionnés, reste encore du domaine des conjectures.

On ne reviendra pas ici sur le débat concernant l'influence du taux d'intérêt sur le taux d'épargne. Mais, dans les effets de court et moyen termes, il faut mentionner l'enterrement du principe d'équivalence de Ricardo : non, les emprunts d'État ne sont pas interprétés par les ménages comme une promesse d'impôts futurs ; non, les déficits budgétaires n'entraînent pas une augmentation de l'épargne des ménages. Sinon, le taux d'épargne des ménages américains aurait dû s'élever à des niveaux japonais. En 1985, Summers estimait que chaque dollar de déficit budgétaire supplémentaire élevait l'épargne privée de 20 à 40 cents<sup>7</sup>. En 1987, il concluait qu'en fin de compte le seul moyen

133

4 — OCDE, *États-Unis, 1987-1988* [9], p. 150 et 151.

5 — Fraichot [3].

6 — Sicsic et Minczeles [12].

7 — Summers, [13] et [14].

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

d'augmenter l'épargne nationale était de faire apparaître régulièrement des surplus dans le budget fédéral !

De la même façon, l'influence de la théorie du cycle de vie sur l'épargne des ménages a certainement besoin d'être sérieusement revue car le profil des taux d'épargne selon l'âge qu'elle prévoyait paraît de moins en moins plausible. Dans la plupart des pays développés, aux États-Unis, en Allemagne et en France en particulier, le seul groupe social à avoir substantiellement accru son niveau de vie relatif est, en raison de la montée en puissance de la protection vieillesse, celui des retraités. La désépargne des personnes âgées qui, selon la théorie, devaient consommer leur capital, est ainsi chaque jour plus improbable : le vieillissement de la population est donc peu susceptible d'avoir contribué à l'abaissement du taux d'épargne global. En revanche, le taux d'épargne des jeunes générations semble s'être sérieusement tassé en liaison avec la forte croissance des achats de biens durables et le dynamisme des crédits de trésorerie que nous allons étudier à présent.

### **LE DÉVELOPPEMENT DES CRÉDITS DE TRÉSORERIE A PARTOUT SOUTENU LA CONSOMMATION**

De façon générale, les pays de l'OCDE, ont eu tendance à moins recourir à l'encadrement du crédit comme « instrument de contrôle monétaire et d'action sur l'affectation des ressources »<sup>8</sup>. Plusieurs pays dont le Danemark, la France, l'Italie et la Suède ont supprimé ce système au cours des dernières années et ont donc fait confiance à une régulation globale de la liquidité du secteur bancaire.

Ce nouveau mode de régulation a contribué en 1987 à renforcer la concurrence entre institutions du point de vue de l'offre de crédits et tout spécialement de crédits de trésorerie aux ménages. Cependant, il faut distinguer, en ce qui concerne le développement de ces crédits, trois groupes de pays : le premier groupe rassemble les pays où les encours de trésorerie en fin d'année représentent plus de 10 % de la consommation des ménages au cours de l'année précédente ; dans ce groupe figurent en particulier le Royaume-Uni (autour de 10 %), l'Allemagne (plus de 15 %) et les États-Unis (plus du quart). Un second groupe

comprend les pays pour lesquels les encours de crédits sont seulement un peu supérieurs à 5 % de la consommation globale (Belgique, Pays-Bas, France). Enfin, un dernier groupe est composé des pays dans lesquels l'encours ne dépasse pas 4 % de la consommation totale (Espagne, Italie).

Depuis quelques années, tout se passe comme si l'on assistait à un mouvement de rattrapage des pays des deux derniers groupes par rapport à ceux du premier. Ainsi, aux États-Unis, les encours de trésorerie ont même baissé en 1987 de 3 %, contre une augmentation de 10 % en 1986 : la réforme fiscale a fait sentir ses effets (suppression de la déductibilité des intérêts versés au titre des crédits de court terme) et a d'ailleurs entraîné une forte croissance des crédits gagés sur l'actif net immobilier dont les intérêts demeurent déductibles de l'assiette de l'impôt sur le revenu.

Dans les deux autres groupes, la croissance des crédits de trésorerie a continué d'être très forte : près de 40 % en France en 1986 et encore 34 % en 1987 ; 40 % en moyenne annuelle en Espagne entre 1983 et 1987 pour les crédits aux biens et services courants.

L'ensemble des pays développés disposent à présent des diverses formes d'octroi de crédits de trésorerie aux particuliers et, en matière de distribution, commencent à voir se développer les initiatives des « non-banques » (grands magasins, organismes de vente par correspondance).

**Naturellement, les pays des deux derniers groupes** en cours de rattrapage connaîtront, eux aussi, le moment venu, un ralentissement de la croissance des encours de prêts de trésorerie. Mais, pour 1987 qui est encore une année de forte croissance, il est intéressant de préciser, pour un pays comme la France, les caractéristiques du développement de ces crédits (tableau 2). On a observé un reflux de la part des crédits provenant du financement des ventes à tempérament et finalement, en dehors du développement de la location-vente, accroissent ou au moins maintiennent leur part des formes de crédit non affectées à des dépenses particulières : avances en comptes débiteurs qui croissent à peu près comme l'encours total en 1987, et surtout prêts personnels qui augmentent beaucoup plus que la moyenne et dont la durée a tendance à s'allonger.

Fin 1987, en France, les encours de crédits non affectés représentaient près des trois cinquièmes du total des encours de crédits de trésorerie, alors

8 — OCDE, [8], p. 75.

## ÉPARGNE DES MÉNAGES EN 1987

qu'ils n'en représentaient qu'un peu plus de la moitié à la fin de 1984 (tableau I).

La croissance des crédits non affectés ne paraît d'ailleurs pas être une caractéristique spécifique de la France. Les ménages de beaucoup de pays développés assurent la croissance de leur consommation en recourant aux crédits de trésorerie, mais ils souhaitent de plus en plus que l'affectation de ces crédits demeure libre.

TABLEAU 2

### CROISSANCE DES ENCOURS DE CRÉDITS À COURT TERME AUX MÉNAGES (en % annuel)

	1985	1986	1987
États-Unis	15,1	10,0	- 3,1
Italie	25,2	21,0	22,7
Royaume-Uni	18,5	11,8	18,5
France	21,4	39,1	33,7

Source :

États-Unis : *Flow of Funds Accounts (crédit à tempérament et autres crédits aux consommateurs)*.

Italie : *Rapport annuel de la Banque d'Italie*, [1].

Royaume-Uni : *CSO*.

France : *Rapport sur les comptes de la Nation, 1987*, [4].

### L'ABSENCE DE DYNAMISME DES INVESTISSEMENTS DES MÉNAGES CONTRASTE AVEC LA PROGRESSION DE L'ENDETTEMENT À LONG TERME

Dans ce qui suit, on s'attachera surtout aux investissements des ménages dans le logement, les investissements des entrepreneurs individuels occupant une place plus restreinte et ayant une évolution plus difficile à expliquer.

**Dans l'ensemble, les investissements** dans la construction de logements privés n'ont pas joué, en 1987, un rôle important dans la croissance des économies des pays développés. Sur les six pays répertoriés au tableau II, la construction privée n'a joué un rôle positif dans la croissance que dans deux pays (le Japon et, très faiblement, au Royaume-Uni). Ce rôle est nul dans deux autres pays (États-Unis et France), et négatif dans les deux derniers (Allemagne et Italie).

Cette situation n'est pas nouvelle et il faut remonter aux dernières années soixante-dix pour trouver des contributions nettement positives des investissements résidentiels à la croissance du produit.

L'évolution résulte de la conjonction, en proportion variable suivant les pays, des facteurs suivants : la stagnation ou la diminution de la population d'acheteurs de logements (le tassement démographique est surtout sensible en Allemagne) ; l'ancienneté moyenne faible du parc de logements ; l'attrait des placements financiers qui écarte de l'investissement en immobilier de rapport (aux États-Unis, la propriété locative est aussi devenue moins intéressante depuis la réforme fiscale ; la réduction de l'aide publique à la construction de logements depuis le début des années quatre-vingt ; la faiblesse de la progression du revenu ; enfin, le niveau des taux d'intérêt réels à long terme. Ces derniers, comme on peut le constater au tableau III, n'ont guère baissé au premier semestre 1987 et ils ont eu tendance à remonter au deuxième semestre dans les six pays répertoriés.

Dans la plupart des pays développés, sauf sans doute au Japon et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni, on peut parler d'une certaine léthargie de l'investissement dans la construction. Aux États-Unis, la réforme fiscale a exercé un effet négatif sur les comportements des investisseurs dans l'immobilier de rapport : s'agissant de la résidence principale, les intérêts des prêts contractés restent en effet intégralement déductibles. En Allemagne, entre 1975 et 1980, l'investissement dans la construction avait encore crû au rythme annuel moyen de 3,1 %. De 1982 à 1987, ce rythme est tombé à zéro.

En France, l'évolution a été récemment plus favorable : 1987 a marqué un point d'inflexion dans ce domaine ; depuis près de dix ans et jusqu'à 1986, les investissements des ménages dans le logement avaient décrû en volume (de près de 20 % au total de 1980 à 1986) ; 1987 est l'année d'une certaine reprise puisque ces investissements ont connu une croissance en volume d'un peu moins de 1 %.

Au total cependant, pour les pays étudiés, l'investissement logement des ménages ne semble pas devoir jouer à l'avenir un rôle moteur dans la croissance, comme en témoigne le tableau II pour 1988 et 1989.

**Pour la plupart des pays étudiés**, il existe, en 1987, un certain contraste entre la relative faiblesse de l'accumulation des particuliers dans le logement et le développement important de l'endettement hypothécaire.

Le tableau 3 fournit la croissance annuelle des

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

encours de crédits aux ménages au titre du logement pour les années 1985 à 1987. Si cette croissance paraît particulièrement forte pour deux des pays cités (Royaume-Uni et Italie), elle est encore très supérieure à la croissance des investissements des ménages dans le logement pour les deux autres pays (États-Unis et France). Pour expliquer ce dynamisme de l'endettement interviennent un grand nombre de causes qui, là non plus, n'occupent pas nécessairement la même place dans tous les pays.

La baisse des taux nominaux à long terme (voir tableau IV), qui contraste avec la stabilité des taux d'intérêt réels, est un facteur qui a certainement joué dans plusieurs pays : si cette baisse ne dépasse guère un point de 1985 à 1987 en Allemagne et au Royaume-Uni, elle est plus importante dans les quatre autres pays du tableau IV et dépasse même trois points pour l'Italie. Dans la mesure où les décisions d'endettement des ménages sont surtout influencées par le montant des mensualités à verser et donc par le niveau des taux nominaux, l'évolution constatée a sans doute eu pour conséquence d'abaisser le taux d'autofinancement lors de l'achat de logements neufs.

que le taux d'autofinancement des logements neufs, le gonflement des transactions sur l'immobilier ancien contribue à accroître substantiellement la demande de crédits hypothécaires. Jouent aussi dans le sens d'une forte augmentation des passifs hypothécaires des ménages un certain nombre de facteurs spécifiques aux divers pays étudiés.

En Italie où l'endettement relatif des ménages est faible, les taux de croissance élevés du passif à long terme traduisent sans doute un certain phénomène de « rattrapage ». On observerait probablement un phénomène de même nature dans un pays comme l'Espagne. Au Royaume-Uni, un facteur spécifique important est la concurrence acharnée que se livrent, dans le domaine des prêts hypothécaires, les *Building Societies* et les banques commerciales, même si la part de ces dernières reste encore modeste<sup>9</sup>.

Enfin, aux États-Unis, le fort développement des prêts hypothécaires résulte sans doute à la fois d'un comportement d'offre et d'un comportement de demande. Du côté de l'offre, la « mobilérisation » des créances hypothécaires — avec émission de titres présentant en fait très peu de risques — a grossi le flux de crédits au logement qui contribue à court-circuiter le système bancaire<sup>10</sup>. La formule des prêts à taux révisable a, elle aussi, favorisé le développement de l'offre de crédits en permettant aux prêteurs de reporter le risque de taux sur les emprunteurs. Du côté de la demande, au-delà du recours classique aux prêts hypothécaires pour l'acquisition du logement, il faut mentionner le développement de la demande de crédits sur actif immobilier net<sup>11</sup>. Il s'agit de crédits ouverts par les banques et les institutions d'épargne et qui prennent appui sur la valeur vénale du logement diminuée de l'encours d'endettement hypothécaire. Cette innovation comporte d'indéniables avantages fiscaux (déductibilité du revenu imposable des intérêts versés par les ménages, ce qui n'est plus le cas, on l'a vu, pour les prêts à la consommation depuis la réforme). Elle semble avoir été utilisée par les ménages américains

136

TABLEAU 3

### PROGRESSION DES ENCOURS DE PASSIF DES MÉNAGES AU TITRE DU LOGEMENT (EN FIN D'ANNÉE) (en % annuel)

	1985	1986	1987
États-Unis	11,2	13,1	12,2
Royaume-Uni	17,6	20,1	19,2
Italie	18,1	21,3	24,0
France	9,9	7,3	11,0

Source : Comptes financiers de l'OCDE et sources nationales pour 1987.

D'autre part, au moins dans un pays comme la France (mais le phénomène est probablement plus général), la référence au rythme de croissance des investissements en logements neufs pour expliquer l'augmentation de l'endettement n'est pas satisfaisante : en effet, le faible dynamisme de la FBCF logement a été associé à un très fort développement des transactions portant sur des logements anciens. Or, même si le taux d'autofinancement des logements anciens est plus élevé

9 — Au 2<sup>e</sup> trimestre 1988, les établissements bancaires ont placé, au Royaume-Uni, 3,6 milliards de livres de prêts hypothécaires contre près de 16 milliards pour les *Building Societies*.

10 — OCDE, *Études économiques, États-Unis, 1988*, p. 106 et 107.

11 — *Idem*, p. 131

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

comme accès à un mode de crédit à usages polyvalents<sup>12</sup>.

Au total, la conjonction d'un dynamisme élevé des prêts hypothécaires et des prêts de trésorerie a, dans les pays où l'endettement est le plus développé, nettement accru le nombre de familles lourdement endettées. En conséquence, aux États-Unis, le taux de défaillance sur les crédits à la consommation des banques commerciales est passé de 2,5 % en 1984 à 3,3 % en 1986 ; pour les prêts hypothécaires, ce taux est passé de 1,3 en 1981 à 4,2 en 1986<sup>13</sup>. Au Royaume-Uni, le surendettement d'un nombre grandissant de familles a également été signalé. Enfin, dans un pays comme la France où les emprunteurs sont considérés comme de très bons payeurs, certaines mesures « préventives » sont à l'étude.

### **UN RALENTISSEMENT TRÈS NET DE LA CROISSANCE DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES QUI N'EST PAS UNIQUEMENT DÙ AUX SECOURS BOURSIÈRES**

Depuis 1982, le patrimoine financier des ménages a connu, presque partout dans les pays développés une très vive croissance due en partie à des taux de placements financiers élevés<sup>14</sup>, mais aussi, pour une autre part, à l'évolution favorable des cours de Bourse. 1986 représente à cet égard un sommet : pour les cinq pays repérés au tableau 4, la croissance réelle du patrimoine s'étage de 7 % aux États-Unis à 16 % en Italie, alors que l'intervalle des taux de croissance allait de 4 à 13 % en 1983. **L'année 1987 marque un très net point d'inflexion** dans le sens du ralentissement de la croissance des patrimoines financiers puisque les taux de croissance s'échelonnent de - 1 % à 9 %. Ce ralentissement est dû naturellement partout à des phénomènes de prix (la chute des cours boursiers à l'automne), mais aussi parfois à des phénomènes de volume : la baisse du taux de placements financiers (*tableau 4*) ou plus généralement de la capacité de financement des ménages<sup>15</sup> intervenue dans plusieurs pays. Dans six pays du

tableau V, la capacité de financement des ménages, mesurée par rapport au produit était déjà plus basse en 1986 qu'au cours de la période 1974-1979. Mais 1987 marque partout une nouvelle baisse, même si cette capacité de financement des ménages reste importante en Italie, au Japon et, dans une moindre mesure, en Allemagne.

TABLEAU 4

### **TAUX DE PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES<sup>1</sup>**

	1980	1985	1986	1987
États-Unis	13,3	16,0	14,0	9,8
Royaume-Uni	(nd)	19,6	19,6	20,0
RFA	12,3	10,6	11,0	10,9
France	13,5	12,2	10,8	10,2
Italie	19,0	18,5	19,0	17,8

*1 — Rapport de la variation d'actifs financiers au revenu disponible.*

Compte tenu du rôle du krach boursier, un suivi infra-annuel de l'évolution des actifs financiers en 1987 s'avère, là où il est possible, particulièrement éclairant.

Au Royaume-Uni, entre fin 1980 et fin 1986, les actifs financiers des ménages se développent, en valeur nominale, au rythme annuel moyen de 16,5 %. En 1987, le taux de croissance tombe à 13,5 %, avec un profil trimestriel très typique puisque ces actifs financiers croissent de 30 % du 1<sup>er</sup> janvier au 30 septembre, puis décroissent de plus de 13 % au cours du dernier trimestre de l'année. Si l'on prend le seul portefeuille d'actions britanniques, la chute est encore plus spectaculaire : le portefeuille, après avoir crû de 75 % de décembre 1986 à septembre 1987, baisse de près de 28 % au cours du dernier trimestre de l'année. Malgré cette chute, le ralentissement de la croissance des actifs financiers au Royaume-Uni n'est que relatif et le rapport des actifs financiers au revenu disponible des ménages continue à s'élever passant de 2,9 fin 1986 à 3,1 fin 1987 (*tableau V*). En RFA, le ralentissement de la croissance des actifs financiers est plus net : de la fin de l'année 1980 à la fin de l'année 1986, le patrimoine financier des ménages se développe, en valeur nominale, à un rythme annuel moyen de près de 8 % ; en 1987, ce rythme est divisé par deux (3,8 %). Le portefeuille d'actions en particulier se

137

12 — OCDE [9], *États-Unis, 1987-1988*, p. 17.

13 — OCDE [9], *États-Unis, 1987-1988*, p. 125.

14 — Le taux de placements financiers est ici le rapport des placements financiers des ménages (au sens large) à leurs revenus disponibles.

15 — Excédent de l'épargne sur l'investissement.



## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

réduit de plus de 15 % du début à la fin de l'année 1987. Mais il est vrai que, comme on le verra plus loin, les actions continuent de jouer un rôle modeste dans les actifs financiers des ménages et globalement l'impact du krach boursier sur les actifs des ménages est donc resté limité. Finalement, en fin d'année, le ratio des actifs financiers des ménages à leur revenu disponible (net de consommation de capital) est resté stable par rapport à 1986, autour d'une valeur de 1,9.

En Italie, la croissance réelle du patrimoine financier est divisée par trois en 1987 par rapport à 1986, mais elle reste cependant fortement positive en raison du maintien en valeur nominale des placements financiers de l'année, de sorte qu'au total le rapport du patrimoine financier au revenu disponible continue de s'élever, mais à un rythme très ralenti (*tableau VI*).

C'est aux États-Unis et en France que la croissance du patrimoine financier semble avoir été la plus faible en 1987 : augmentation en valeur réelle de 0,4 % seulement aux États-Unis, baisse de 1 % en France.

En France, le portefeuille d'actions et de participations des ménages français avait atteint un tiers de leurs actifs financiers en 1986 et ce portefeuille a chuté en valeur de près de 9 % en 1987 avec un profil trimestriel intéressant ; le sommet des cours de bourse est en effet atteint à la fin du premier

trimestre 1987, une érosion se produit d'avril à octobre, suivie par le krach. Un autre facteur qui a contribué au quasi-arrêt de la croissance des actifs financiers est le léger tassement du taux de placements financiers de 1987 par rapport à 1986. Finalement, le ratio des actifs financiers au revenu disponible connaît une certaine baisse pour la première fois depuis de nombreuses années : entre 1976 et 1986, ce ratio avait régulièrement crû passant de 1,27 à 1,73 ; à la fin de 1987, il retombe à 1,68, baisse qui n'est pas considérable, mais qui est tout de même significative (*tableau 6*).

Aux États-Unis, de la fin de 1980 à la fin de 1986, les actifs financiers des ménages croissent en valeur nominale au rythme annuel de 8,7 % par an. En 1987, le rythme n'est plus que 4,1 % (*tableau 5*). Ici encore, l'évolution trimestrielle est intéressante à suivre : de la fin 1986 à la fin du 3<sup>e</sup> trimestre de 1987, la hausse nominale des actifs financiers dépassera 10 %. La chute de ces actifs financiers au dernier trimestre de l'année atteindra presque 6 %. Mais les Américains ont aussi connu en 1987 une forte baisse de leurs taux de placements financiers qui semble, quant à elle, davantage liée à la baisse globale du taux d'épargne qu'aux événements d'octobre 1987. Finalement, le ratio des actifs financiers des ménages à leur revenu disponible baisse en 1987 par rapport à sa valeur de fin 1986 (*voir tableau 6*).

TABLEAU 5

### LA CROISSANCE DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES<sup>1</sup> (en %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
<b>Croissance nominale</b>							
États-Unis	+ 8,5	+ 8,4	+ 9,8	+ 7,6	+ 11,5	+ 8,9	+ 4,1
Royaume-Uni	+ 11,7	+ 21,9	+ 17,9	+ 16,0	+ 13,1	+ 19,0	+ 13,5
Allemagne	+ 8,2	+ 9,3	+ 6,9	+ 7,6	+ 8,5	+ 6,9	+ 3,8
France	+ 6,9	12,7	+ 19,9	+ 10,1	+ 14,0	+ 13,2	+ 2,1
Italie	+ 19,4	+ 17,7	+ 20,7	+ 20,6	+ 24,6	+ 23,1	+ 9,5
<b>Croissance réelle<sup>2</sup></b>							
États-Unis	- 1,6	+ 2,2	+ 6,4	+ 3,2	+ 7,7	+ 6,9	+ 0,4
Royaume-Uni	- 0,2	+ 12,2	+ 12,7	+ 10,5	+ 6,6	+ 15,1	+ 8,9
Allemagne	+ 1,8	+ 3,8	+ 3,5	+ 5,1	+ 6,2	+ 7,1	+ 3,6
France	- 5,7	+ 0,4	+ 9,4	+ 2,5	+ 7,8	+ 10,2	- 1,0
Italie	+ 0,7	+ 1,2	+ 5,0	+ 9,0	+ 14,7	+ 16,0	+ 4,7

1 — Il s'agit des patrimoines bruts d'endettement.

2 — Le déflateur est l'indice des prix à la consommation.

Source : Calculs effectués à partir des comptes financiers publiés par les différents pays.

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

**Autant que le rythme de croissance du patrimoine financier**, ce sont les facteurs de cette croissance qui ont été modifiés au cours de l'année 1987 : le rôle des mouvements de prix s'est naturellement partout affaibli. Au contraire, la place relative des flux financiers nouveaux s'est renforcée, mais dans une croissance des patrimoines financiers en forte décélération.

Dans l'évolution des patrimoines financiers, le rôle des mouvements de prix, à la hausse comme à la baisse, est bien sûr d'autant plus important que le poids relatif des portefeuilles d'actions y est grand. Ainsi, jusqu'à présent, les évolutions de prix paraissent avoir joué un rôle très faible dans les variations des patrimoines financiers des ménages allemands, les actions n'y tenant en effet qu'une place infime.

S'agissant du partage prix-volume dans la croissance des patrimoines financiers, sans qu'il soit possible d'avancer des résultats complets et rigoureux pour les différents pays étudiés, il apparaît bien tout de même que, de 1980 à 1986, l'évolution des cours de Bourse a fortement contribué à la croissance des patrimoines financiers.

En 1987, la situation se retourne à peu près partout, et la contribution des prix à la croissance, de nettement positive qu'elle était, s'amenuise considérablement et devient même parfois fortement négative.

**Pour compléter ce panorama à la fin de l'année 1987**, les patrimoines financiers par tête ont été, pour les cinq pays étudiés, convertis en Francs aux cours de changes en vigueur à la même date (tableau 7). Le patrimoine par tête des Américains représente plus de deux fois celui des Italiens. Entre les deux extrêmes, le patrimoine financier des Anglais serait inférieur de plus d'un cinquième à celui des Américains ; le patrimoine des Allemands représenterait moins des deux tiers de celui des Américains et le patrimoine des Français, environ 55 %, tout en restant supérieur de plus de 10 % à celui des Italiens.

Ces écarts entre patrimoines financiers paraissent donc importants et la faiblesse relative du patrimoine financier des Français peut, à certains égards, surprendre. Il faut cependant souligner que les comparaisons internationales dans ce domaine sont tout spécialement difficiles.

D'abord, la référence aux taux de change de fin d'année est naturellement toujours discutable. Ensuite, malgré les précautions prises, on n'est

jamais sûr que le recensement des actifs financiers couvre exactement le même champ dans tous les pays, ni que les méthodes d'évaluation soient rigoureusement identiques. Une cause d'hétérogénéité est en tout cas certaine : pour la France et l'Italie, les créances importantes des ménages sur les caisses de retraite gérées en répartition ne sont naturellement pas prises en compte dans les comptabilités patrimoniales, alors que pour les trois autres pays, les créances sur les fonds de pension, gérés en capitalisation, sont comptabilisées.

Les écarts entre montants seraient également resserrés si, au lieu de prendre en compte les seuls patrimoines financiers, on considérait les patrimoines totaux : bien qu'on ne dispose pas d'évaluations précises de ces patrimoines pour fin 1987, la part des actifs réels paraît en effet particulièrement élevée en RFA, en France et surtout en Italie de l'ordre des deux tiers du total, alors qu'elle se situe autour de la moitié seulement au Royaume-Uni et aux États-Unis.

Plus encore que les facteurs de croissance des patrimoines financiers ont été modifiées les modalités d'accumulation de ces patrimoines.

TABLEAU 6

### RAPPORT DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES AU REVENU DISPONIBLE

	1980	1985	1986	1987
États-Unis <sup>1</sup>	3,51	3,70	3,78	3,73
Royaume-Uni <sup>2</sup>	1,85	2,63	2,91	3,10
Allemagne <sup>1</sup>	1,53	1,86	1,90	1,90
France <sup>2</sup>	1,35	1,57	1,73	1,68
Italie <sup>2</sup>	1,21	1,35	1,51	1,53

1 — Ratio utilisant le revenu disponible net de la consommation de capital.

2 — Ratio utilisant le revenu disponible brut de la consommation de capital.

TABLEAU 7

### PATRIMOINE FINANCIER PAR TÊTE AU 31/12/87

	Au cours du change en milliers de F
États-Unis	205,6
Royaume-Uni	162,6
Allemagne	132,9
France	110,0
Italie	98,9

139

**L'ARRÊT  
DE LA DÉSINTERMÉDIATION  
ET LA RECHERCHE  
DE PLACEMENTS MOINS RISQUÉS**

Dans l'ensemble des patrimoines financiers étudiés, les évolutions de structure observées entre la fin de 1986 et celle de 1987 sont de plusieurs types. Certaines prolongent des tendances de long terme dont le point de retournement est difficilement prévisible : ainsi en est-il, par exemple, à peu près partout (sauf en Italie), de la croissance régulière ou du maintien à un haut niveau de la part des créances des ménages sur les compagnies d'assurance et les fonds de pension. D'autres évolutions font au contraire apparaître des inflexions plus ou moins prononcées par rapport à des mouvements perceptibles depuis plusieurs années : on peut citer le déclin ou la stabilisation (sauf au Royaume-Uni) de la part des portefeuilles d'actions à la suite de la chute des cours intervenue en octobre ; corrélativement, on assiste dans plusieurs pays à une remontée de la part des dépôts auprès des banques ou caisses d'épargne, ou, à tout le moins, à un arrêt du phénomène de désintermédiation bancaire observé depuis plus d'une décennie ; dans certains pays, cet arrêt a d'ailleurs précédé le krach boursier de l'automne. Il s'est agi partout en fin d'année de réduire les risques supportés par le patrimoine financier.

Ces mouvements, s'ils ont bien un caractère général, conservent cependant une certaine spécificité selon les pays. Ils sont évidemment le plus apparents sur les flux d'épargne dont la composition est la première à se modifier. Mais, quoique de moindre ampleur, ils apparaissent également dans la structure des stocks qui, indépendamment même des arbitrages, portent trace de l'évolution des prix des différents actifs détenus.

**En France (tableau VI), la part des liquidités non monétaires** dans le total des flux de placements financiers avait baissé de plus de moitié en 1983 à moins du cinquième en 1986 : cette part rebondit à plus d'un tiers en 1987 en raison d'une remontée des dépôts sur les livrets défiscalisés, remontée qui a d'ailleurs été amorcée dès le mois de mai 1987. En revanche, la part des actions a une évolution symétrique, atteignant presque 40 % en 1986, mais retombant à 25 % en 1987, en dépit du succès dans le public des opérations de privatisation. À ces fluctuations s'oppose la croissance imperturbable de la part des créances

des ménages sur les compagnies d'assurances. Dans les stocks, on retrouve les mêmes mouvements, mais bien sûr très atténués : de 1983 à 1986, la chute des liquidités non monétaires (tableau VII) a d'ailleurs été ralentie par le bon comportement de l'épargne contractuelle, qui ne s'est pas démentie en 1987.

**Aux États-Unis, la structure des flux** de placements financiers en 1987 est marquée d'un côté par la nette reprise des dépôts d'épargne<sup>16</sup> (qui ne retrouvent cependant pas leur niveau du début des années quatre-vingt) et des obligations, et par la forte croissance de la part des créances sur les fonds de pension ; de l'autre, par le tassement des placements dans les *Mutual Funds*. Quant à la part des placements directs en actions, déjà négative depuis plusieurs années, elle s'affaïsse encore davantage. Ces évolutions, bien que plus lentes, apparaissent dans les statistiques d'encours, où l'on notera en particulier la baisse sensible du poids relatif du portefeuille d'actions dont la part dans le total s'élevait régulièrement depuis 1979 et la forte augmentation de la part des créances sur les fonds de pension, part qui s'accroît de façon continue depuis près de deux décennies et dont l'évolution corrobore bien les tendances apparentes dans les statistiques de flux.

**En Italie, la composition des flux et des stocks** de placements financiers a également connu des évolutions sensibles en 1987 : du côté des flux, on observera la hausse des dépôts postaux, mais surtout des placements en bons du Trésor et en certificats de crédit du Trésor. Cette hausse est compensée par l'effondrement des placements en actions dont la part était devenue non négligeable en 1986 et, plus encore, par la chute des placements en fonds communs italiens. Ces fonds, apparus en 1984, avaient connu un très vif succès puisqu'ils représentaient en 1986 plus du quart de l'ensemble des placements financiers des ménages italiens<sup>17</sup>.

Du côté des stocks, outre les répercussions des évolutions qui viennent d'être mentionnées, on notera la baisse assez régulière dans le long terme de la part des provisions pour indemnités de départ

16 — Les dépôts dans les caisses d'épargne américaines ont recommencé à dépasser les retraits en octobre 1987, alors qu'ils leur étaient inférieurs depuis plusieurs années.

17 — Voir, [1] p. 269.

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

(un poste qui n'apparaît pas dans les patrimoines des ménages des autres pays) et de celle des créances des ménages sur les compagnies d'assurance : cette dernière tendance va à contre-courant de ce qui est observé dans les autres pays étudiés.

**Les évolutions intervenues dans les placements financiers** des ménages en Allemagne et au Royaume-Uni apparaissent comme moins nettes et plus spécifiques. En Allemagne, la forte part des placements en obligations en 1987 ne traduit sans doute pas seulement un effet des secousses boursières de l'automne : d'ailleurs les acquisitions d'actions, bien qu'encore modestes, sont en nette augmentation par rapport à 1986 et la part des dépôts auprès des banques est au contraire en baisse par rapport à cette même année qui avait été assez exceptionnelle à cet égard ; toutes évolutions donc assez atypiques, on en conviendra. Mais il est vrai que du côté des stocks, la forte baisse de la part des actions est certainement la conséquence de la chute enregistrée dans les bourses allemandes en général et à Francfort en particulier.

Au Royaume-Uni, les évolutions sur les flux comme sur les stocks de placements financiers paraissent aussi assez atypiques. En effet, non seulement, côté flux la part des acquisitions d'actions de sociétés est en très forte croissance en 1987 (conséquence de la poursuite des privatisations ?), mais, côté stock, la part des portefeuilles d'actions continue de s'accroître : faut-il attribuer cette évolution au fait que, comme on l'a déjà signalé, la chute d'octobre au *London Stock Exchange* avait été précédée d'une telle hausse que sur les 12 mois de 1987, l'évolution des cours est finalement restée positive ?

Au-delà des spécificités nationales, certaines convergences existent dans les comportements « réels » et financiers des ménages au cours de l'année 1987.

Il apparaît d'abord que la secousse boursière du dernier trimestre de l'année n'a pas eu, au total, pour conséquence de modifier profondément les comportements « réels » des ménages : le taux d'épargne a ainsi partout baissé (sauf en Allemagne) dans la tendance des années précédentes ; le niveau des investissements dans le logement est souvent resté modeste, mais là où il s'est relevé (France, Royaume-Uni), il l'a fait pour des raisons autres que celles qui pourraient tenir au krach de l'automne. De la même façon, les comportements d'endettement se sont développés en

1987 conformément à ce que pouvaient laisser attendre les évolutions des années précédentes : fort dynamisme des crédits de trésorerie (sauf aux États-Unis où la réforme fiscale a fait son œuvre) et croissance soutenue des crédits au titre de l'immobilier.

Dans ces différents domaines, on peut prévoir qu'en 1988 les comportements des ménages n'ont pas été davantage touchés par les conséquences des secousses boursières de 1987, d'autant qu'en ce qui concerne le niveau des cours, ces conséquences sont déjà très largement effacées. Naturellement — deuxième observation générale — la baisse des cours des actions a partout entraîné en 1987 un très net ralentissement de la croissance des patrimoines financiers. La croissance réelle de ces patrimoines semble même avoir été pratiquement nulle aux États-Unis et légèrement négative en France, deux pays où la part des portefeuilles d'actions dans le total est importante. Il est vrai que, dans ces deux pays, la baisse du taux de placements financiers (rapport des flux de placements financiers au revenu disponible) a exercé sur les patrimoines une influence de même sens que celle de la chute des cours de bourse.

Finalement, c'est sur la composition des flux de placements financiers que l'influence du choc boursier a sans doute été le plus sensible : chute des placements en actions, remontée des dépôts d'épargne, développement des placements monétaires, tout dénote que les particuliers ont rendu leurs arbitrages dans un sens assez conforme aux conclusions de la théorie des choix de portefeuille. Les valeurs du couple rendement-risque ayant été modifiées dans l'esprit des ménages, leurs choix se sont portés sur des placements moins risqués, souvent « intermédiés ». Les changements de comportements les moins sensibles ont alors bien sûr été le fait des pays (Allemagne, par exemple) où la désintermédiation n'était guère apparue et où le rôle des placements en actions était resté marginal.

Partout ailleurs, devant l'incertitude qui caractérisait l'avenir, les ménages ont souvent adopté une position d'attente. Il ne s'agit pas d'un retour à « la case départ » et à une situation antérieure au mouvement de désintermédiation, mais d'une période de réappréciation des performances des différents placements, avant que, sauf nouvel accident, les choses reprennent leur place et que l'on

## É P A R G N E   D E S   M É N A G E S   E N   1 9 8 7

aboutisse, en termes d'actifs négociables et non négociables, à une composition relativement stable et équilibrée du patrimoine financier des ménages.

Ce patrimoine devrait, d'autre part, retrouver en longue période un taux de croissance probablement un peu supérieur à celui des revenus. □

---

### RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

---

BANCA D'ITALIA. — **Assemblea generale ordinaria dei partecipanti.** — Rome, 31 mai 1988, *Relazione del Governatore sull'esercizio 1987*, 315 pages plus annexes.

BRAYTON F. et MAUSKOPF E. — **The Federal Reserve Board MPS Model.** — *Economic Modelling*, juillet 1985.

FRAICHOT J.P. — **Une tentative de mise en évidence d'effets patrimoniaux dans le partage consommation-épargne des ménages.** — *Direction de la Prévision*, Document de travail, 87-9, ronéoté, 23 pages et annexes.

INSEE. — **Rapport sur les Comptes de la Nation.** — 1987, collection C 147-148, 2 tomes, juin 1988.

MOUILLART M. et LEFÈVRE B. — **Logement et épargne des ménages : le modèle FANIE.** — *Revue économique*, n° 3, mai 1986.

NASSE Ph. et SANTINI J.J. — **Le krach du 19 octobre 1987, neuf mois après, Ministère de l'Économie, des Finances et du Budget.** — *Direction de la Prévision*, ronéoté, 15 pages, juillet 1988.

OCDE. — **Perspectives économiques.** — n° 42, décembre 1987.

OCDE. — **Perspectives économiques.** — n° 43, juin 1988.

OCDE. — **Études économiques de pays.**

PECHA J. et SICSIC P. — **Développement du crédit à la consommation et économie réelle.** — *Revue d'économie financière*, n° 5 et 6, 1988.

REVUE BANQUE. — **Conjoncture et Crédit.** — n° 485, juillet-août 1988.

SICSIC P. et MINCZELES A. — **Incidence de la désinflation et des plus-values sur les variations de richesse et la consommation des ménages.** — *Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 29, 1988.

SUMMERS L.H. — **Issues in National Saving Policy.** — NBER, *Working Paper*, 1710, septembre 1985.

SUMMERS L.H. et CARROL C. — **Why is U.S. National Saving so low?** — *Brookings Paper on Economic Activity*, 1987, 2, p. 607 à 642.