

COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE DANS LES SIX GRANDS PAYS EN 1996

AGNÈS QUÉRON *, BRUNO SÉJOURNÉ ** ET SYLVETTE VERNET ***

Le bilan macro-économique que l'on peut dresser pour les six plus grandes économies mondiales laisse apparaître des évolutions très contrastées au cours de l'année 1996. Tandis que la croissance demeurait relativement soutenue aux Etats-Unis et au Royaume Uni (respectivement 2,4 % et 2,2 % en 1996), les restrictions budgétaires ont pesé sur les demandes intérieures des trois grands européens et ont en partie contrecarré les amorces de reprise (1,4 %, 1,5 % et 0,7 % respectivement en Allemagne, en France et en Italie). Enfin, le regain d'activité enregistré au Japon en 1995 s'est confirmé l'an passé. Cependant la croissance a pu être en partie dopée par la reconstruction de Kobe et l'annonce de la hausse de la TVA au 1er avril 1997. Il est en conséquence prématuré de confirmer l'hypothèse du redémarrage économique nippon.

233

Ce bilan différencié en terme d'activité économique est associé à des ajustements Epargne/Investissement de nature et d'ampleur variables. Au cours de l'année passée, l'excédent courant japonais s'est sensiblement réduit (affichant la moitié du solde de 1993/1994). Parallèlement, les balances courantes allemande et britannique se sont rapprochées de l'équilibre. En revanche, le déficit courant américain s'est de nouveau élargi et la France et l'Italie ont conforté leurs positions prêteuses. Dans les pays anglo-saxons, la vigueur de l'activité a permis la réduction des déficits publics (rapportés au PIB) pour la cinquième année consécutive ainsi qu'une légère hausse de l'effort d'épargne des ménages en 1996. Au contraire, les ménages japonais, français et italiens ont été contraints de diminuer leur épargne pour financer leur surcroît de consommation. Enfin, le taux de déficit public s'est sensiblement dégradé au Japon en 1996 tandis que les trois grands européens poursuivaient leur effort budgétaire en ligne avec l'objectif de monnaie unique.

* Service des études économiques et financières, CDC.

** Consultant Epargne, Service des études économiques et financières, CDC.

*** Responsable de la Recherche Epargne, Service des études économiques et financières, CDC.

Le besoin de financement du G6 s'amplifie

Alors que selon les données révisées l'amélioration de la situation globale des comptes courants des pays du G6 avait permis d'approcher une situation équilibrée en 1995 (-8 milliards de dollars), nous assistons en 1996 à une détérioration du déficit cumulé de la zone (tableau 1). Celui-ci s'élèverait selon les premières estimations à 34 milliards de dollars. Le détail de ces chiffres doit encore être envisagé avec précaution, notamment au regard de l'ampleur des révisions passées. Néanmoins, il apparaît que le creusement du déficit est essentiellement imputable à la vive contraction de l'excédent japonais en 1996 (de 111 à 66 milliards de dollars, soit une baisse de plus de 40 %), alors que l'économie japonaise enregistrait une forte croissance (3,5 %). Cependant la tendance semble devoir s'inverser sur la deuxième moitié de 1996, la balance courante se redressant quelque peu sous l'effet d'une dépréciation du yen et de la contraction de la consommation privée. Parallèlement le besoin de financement de l'économie américaine s'est accru (à 148 milliards de dollars contre 129 en 1995) dans un contexte de dynamisme de la demande intérieure.

234

Face à ces deux contributions négatives, la situation des quatre autres membres du G6 s'est au contraire plutôt améliorée. La France (21 milliards de dollars), et davantage encore l'Italie (42 milliards de dollars) qui bénéficie d'une amélioration des termes de l'échange, confortent leur position de créancier. Dans le cas de l'Allemagne et du Royaume-Uni, le déficit a tendance à se résorber, réduisant leur besoin de financement sur les marchés internationaux. Le Royaume-Uni s'approche même d'une situation équilibrée (1 milliard de dollars de déficit). L'amélioration des soldes courants des trois premiers pays européens s'explique facilement par le décalage conjoncturel en leur faveur. Dans le cas français, et davantage encore allemand, elle pourrait avoir été renforcée en cours d'année par la baisse du taux de change effectif. Quant au redressement de la balance britannique, il n'est en partie qu'un phénomène transitoire car il découle de la dépréciation des importations à la suite de la hausse de la Livre.

La difficile résorption des déficits publics

Alors que l'échéance européenne approche, le bilan de l'année 1996 montre à quel point, dans un contexte de faible croissance, il est difficile pour les pays souhaitant monter dans le train de l'Euro, de remplir les critères fixés par le traité de Maastricht en matière de déficit public (tableau 2). L'Allemagne qui, des trois pays du G6 concernés, en était le plus proche à la fin 1995, voit sa situation se détériorer (-3,8 % contre -3,6 % un an plus tôt). Quant à la France et l'Italie, elles n'améliorent leur

situation que lentement, en dépit d'efforts importants. A en croire les données brutes (-6,7 % du PIB de déficit public en Italie en 1996 contre -4,2 % en France) et les déclarations de certaines autorités allemandes ou de la Commission européenne, le cas de l'Italie était particulièrement critique. La réponse des autorités italiennes est notamment passée par un rectificatif à la loi de finance 1996 visant à accroître les prélèvements fiscaux et à restreindre les aides accordées aux entreprises, et par la création d'un impôt « européen ».

A l'opposé des difficultés rencontrées par les trois pays membres du mécanisme de change européen, le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont profité d'une conjoncture économique nettement plus favorable pour améliorer la situation de leurs comptes publics. Si le déficit atteint encore un niveau élevé au Royaume-Uni (4,4 % du PIB), il ne représente plus que 1,6 % du PIB aux Etats-Unis. Sous l'hypothèse d'une prolongation de la phase actuelle de croissance sur le même rythme et d'un gel des dépenses par les autorités américaines, l'objectif de budget équilibré fixé par le Congrès pour le début du siècle prochain devient même envisageable.

Malgré le retour de la croissance et la mise en place au cours du second semestre d'un plan visant à redresser l'état des finances publiques, la part du déficit dans le PIB s'est nettement accrue au Japon, passant de 3,7 % en 1995 à 4,4 %. Les mesures prises en matière d'alourdissement de la fiscalité et de restriction des dépenses d'investissement public devraient permettre d'inverser prochainement la tendance.

235

Baisse du taux d'épargne des ménages au Japon, en Italie et en France

L'année 1996 est marquée par une modification du comportement des ménages japonais, italiens et français dans leur choix entre épargne et consommation alors qu'une grande stabilité prévaut dans les trois autres pays étudiés (tableau 4). Ainsi au Japon, dans un contexte de croissance de leur revenu disponible pourtant modeste (tableau 5), les ménages ont accru très fortement leur consommation au premier semestre (+4 %) avant de réduire leur effort au second (-0,2 %). L'acquis du premier semestre est cependant suffisamment fort pour faire baisser de plus de 100 points de base le taux d'épargne des ménages par rapport à 1995 (de 13,1 % à 11,9 %). En France, l'arbitrage des ménages en faveur de la consommation dans un contexte de quasi-stagnation de leur revenu réel peut être clairement identifié. Il correspond à une hausse des dépenses de consommation aux premier et troisième trimestres de l'année : dans le premier cas, il s'agit d'un phénomène de rattrapage faisant suite aux mouvements sociaux de grande ampleur du quatrième

trimestre 1995, dans le second cette hausse concerne essentiellement le secteur automobile avec la suppression annoncée (et effective) de la prime d'Etat pour l'achat d'un véhicule neuf. Malgré la persistance d'une tendance de fond haussier du taux d'épargne liée aux inquiétudes en matière d'emploi et de financement des retraites, ces deux phénomènes ponctuels ramènent au total le taux d'épargne annuel à un niveau de 12,8 %, soit une forte baisse après le pic enregistré en 1995 (14,5 %). Enfin, l'originalité du cas italien vient de la baisse de pouvoir d'achat qu'ont dû subir les ménages. Compte tenu de ce facteur négatif, leur consommation n'a pu croître (même modestement) que grâce à une baisse significative de leur effort d'épargne. Dès lors, la baisse du taux d'épargne observée depuis plusieurs années subit une accélération : on passe ainsi de 14,8 % en 1995 à 13,4 % en 1996.

Pour les trois pays cités, la baisse du taux d'épargne est intervenue dans un contexte non seulement de baisse des taux longs et courts, mais encore dans les cas japonais et français de bas niveau de ces taux (tableaux 11 et 12). Cependant il est difficile d'estimer avec précision dans quelle proportion le relâchement de l'effort d'épargne peut être imputé aux mouvements de taux d'intérêt.

En Allemagne et dans les pays anglo-saxons, le taux d'épargne des ménages demeure relativement stable, mais dans un contexte macro-économique fortement divergent entre les deux types de pays. Car si la stabilité du taux allemand (12,4 %) apparaît compatible avec une hausse modérée du PIB et du revenu disponible brut, les ménages britanniques et américains n'ont pas profité de la baisse du taux de chômage et de l'accroissement de leur revenu réel pour modifier sensiblement leur comportement, la hausse des taux d'épargne n'excédant pas 20 points de base. Il faut dire que les deux phénomènes conjoints possèdent en théorie une incidence de sens opposé sur l'épargne : si la résorption partielle du chômage doit conduire à une baisse de l'épargne de précaution, l'accroissement du revenu disponible brut n'engendre généralement à court, voire à moyen terme, qu'une croissance plus modérée des dépenses de consommation en raison d'effets d'« habitude », et peut conduire les ménages à revoir à la hausse leurs objectifs patrimoniaux. Même si, comme nous l'avons dit, le taux d'épargne des ménages américains s'inscrit en légère hausse, il reste particulièrement faible à 4,9 %. Il faut croire que la poursuite de la croissance n'incite pas les ménages à constituer une épargne de précaution. L'étude de la structure du patrimoine financier confirme d'ailleurs cette analyse. Les placements à terme et à vue ne représentent que 11,2 % du total de l'actif financier des ménages, l'essentiel du patrimoine étant formé par des produits d'épargne de prévoyance ou de spéculation (l'assurance-vie, les fonds de pension et les actions cotées ou non représentent près de 63 % de l'actif total).

D'une manière générale, la structure du portefeuille des ménages dans les pays du G6 ne subit pas de profondes modifications (tableau 10). Observons néanmoins tout d'abord que malgré le fort effet de valorisation sur les places boursières (hormis Milan), la part des actions n'a pas progressé de façon très significative, et s'est même inscrite en baisse aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Même dans le cas français, la hausse de la part des actions dans le portefeuille correspond en réalité à un flux net négatif, donc à des prises de bénéfices. D'autre part, les réactions à la baisse généralisée des taux longs ne sont pas homogènes : alors que les ménages allemands, français et américains ont réduit la part de leur portefeuille investie directement en obligations, les italiens ont accru leur stock de titres obligataires nationaux et étrangers. Enfin, le troisième phénomène marquant de l'année 1996, qui n'est en réalité qu'une prolongation de tendance, réside dans la part toujours croissante de l'assurance-vie (et des fonds de pension aux États-Unis et au Royaume-Uni) dans l'ensemble des pays du G6 à l'exception notable de l'Italie. Grâce à des caractéristiques attrayantes, ces deux types d'actifs sont devenus les produits phares de la fin du siècle dans des pays à la démographie vieillissante et/ou aux systèmes d'assurance-retraite publics menacés ou insuffisants.

De rares besoins de financement pour les entreprises

237

En matière d'investissement des entreprises, notre comparaison internationale permet de distinguer nettement deux blocs (tableau 7). D'une part, sous l'effet d'une forte demande, cet investissement est particulièrement soutenu aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. Il ponctionne en particulier légèrement l'épargne accumulée des entreprises britanniques. Aux États-Unis, il ne s'agit que de la prolongation d'une tendance bien établie, mais pour les deux autres pays, il faut y voir une accélération d'un processus engagé en 1994 au Royaume-Uni et en 1995 au Japon. Précisons enfin que dans le cas américain, cet investissement est pratiquement totalement autofinancé (le ratio de l'épargne brute à l'investissement est estimé à 103 % pour 1996), ce qui permet aux entreprises de conserver un taux d'endettement faible et d'accroître les montants épargnés. D'autre part, les investissements des entreprises des trois pays d'Europe continentale présentent des taux de croissance faibles (Allemagne et Italie), voire négatif (France). Les taux d'utilisation des capacités de production y affichent des niveaux moyens qui témoignent du faible besoin quantitatif d'investissement en l'absence d'une demande soutenue. Compte tenu d'un tel climat « attentiste », et après une période de désendettement massif, il n'est guère étonnant d'observer des taux d'autofinancement élevés (119 % pour la France). Dans le

cas français, la part de l'épargne brute des entreprises dans la valeur ajoutée se maintient à un haut niveau (18 %). Au total, en attendant la reprise de l'investissement, les entreprises continuent de dégager une capacité de financement relativement importante en Italie et en France (134 milliards de francs pour les SQS).

En conclusion, l'exercice d'assainissement des finances publiques a été maintenu par l'ensemble des nations du G6 en 1996, et se poursuivra en 1997. Au Japon, l'effort a été concentré sur la deuxième moitié de l'année et n'apparaît pas dans les chiffres annuels. Si cet assainissement est facilité dans les pays anglo-saxons par le dynamisme de l'activité économique, il est rendu difficile dans les pays européens continentaux par la faible croissance. Pour y parvenir, les politiques mises en oeuvre mettent à contribution les ménages, dont le taux d'épargne a tendance à décroître.

Sur le plan des mouvements internationaux de capitaux, le Japon reste le principal créancier des Etats-Unis. Toutefois l'Italie et la France renforcent leurs positions prêteuses. En revanche l'Allemagne et le Royaume-Uni se rapprochent sensiblement d'une situation d'équilibre entre Epargne et Investissement.

Tableau 1 :
Soldes courants (en milliards de dollars)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	- 100	- 148	- 129	- 148
Japon	132	131	111	66
Allemagne ¹	- 14	- 22	- 23	- 14
France	9	6	11	21
Italie	11	15	28	42
Royaume-Uni	- 15	- 2	- 6	- 1

1. Pour l'ensemble des tableaux, il s'agit de l'Allemagne réunifiée.

Sources : Comptes nationaux.

Tableau 2 :
Soldes publics (en % du PIB)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	- 3,6	- 2,3	- 2,0	- 1,6
Japon	- 1,6	- 2,3	- 3,7	- 4,4
Allemagne ¹	- 3,5	- 2,4	- 3,6	- 3,8
France ²	- 5,6	- 5,6	- 5,0	- 4,2
Italie	- 9,7	- 9,6	- 7,0	- 6,7
Royaume-Uni	- 7,8	- 6,8	- 5,5	- 4,4

239

1. Administrations publiques y.c. soldes des chemins de fer depuis 1994 et ceux du fonds d'amortissement des dettes héritées depuis 1995.

2. Au sens de Maastricht.

Sources : OCDE, Comptes nationaux pour les USA.

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

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	3,0	2,6	2,8	2,9
Japon	1,2	0,7	- 0,3	0,0
Allemagne	4,5	2,7	1,8	1,5
<i>Ex RFA</i>	3,6	2,6	1,8	1,4
France	2,1	1,7	1,8	2,0
Italie	4,2	3,9	5,4	3,8
Royaume-Uni	1,6	2,5	3,4	2,4

Sources : Comptes nationaux.

Tableau 4 :
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	4,5	3,8	4,7	4,9
Japon *	13,4	13,3	13,1	11,9
Allemagne	12,9	12,3	12,4	12,4
France	14,1	13,6	14,5	12,8
Épargne financière	7,7	7,0	8,1	6,1
Italie	15,5	15,0	14,8	13,4
Royaume-Uni	11,5	10,5	11,7	11,9

* Estimations pour 1996.

Sources : Comptes nationaux, OCDE pour l'Italie.

Tableau 5 :
Revenu disponible réel des ménages (taux de croissance annuel)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	1,2	2,4	3,5	2,9
Japon *	1,3	2,0	1,6	1,6
Allemagne	- 0,8	0,3	1,9	1,4
France	0,7	0,7	2,8	0,1
Italie	- 5,1	0,2	1,2	- 0,8
Royaume-Uni	1,9	1,6	3,2	3,7

* Estimations pour 1996.

Sources : Comptes nationaux, OCDE pour l'Italie.

Tableau 6 :
Investissement logement des ménages
(taux de croissance annuel, volume)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	7,6	10,8	- 2,3	5,3
Japon	2,2	8,4	- 6,1	13,2
Allemagne	0,7	7,9	1,3	- 2,5
France	- 8,4	1,1	2,4	- 0,6
Italie	- 0,7	- 1,9	- 1,9	- 2,4
Royaume-Uni	6,0	3,6	2,1	- 0,3

Sources : Comptes nationaux.

Tableau 7 :
Investissements des entreprises (taux de croissance annuel, volume)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	6,4	9,8	9,5	7,4
Japon	- 10,3	- 5,4	3,9	6,5
Allemagne *	-14,2	- 1,1	2,5	2,6
France	- 8,1	1,7	3,3	- 0,7
Italie	- 20,0	8,2	13,4	1,3
Royaume-Uni	- 1,4	5,5	3,9	8,3

* Investissement en biens d'équipement.
Sources : Comptes nationaux.

Tableau 8 :
*Part du revenu du capital dans la valeur ajoutée des entreprises **

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	33,7	33,8	33,4	32,8
Japon	33,3	32,3	31,6	33,2
Allemagne	33,3	34,8	35,9	36,9
France	37,8	39,4	39,3	39,1
Italie	37,8	40,7	42,2	42,0
Royaume-Uni	30,1	30,8	30,8	31,7

* Une partie des revenus a été imputée aux travailleurs indépendants.
Sources : OCDE.

Tableau 9 :
Épargne nationale (en % du PIB)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis *	14,9	16,2	15,9	16,4
Japon *	32,7	31,3	30,8	29,6
Allemagne *	20,5	21,2	21,4	21,2
France	18,1	19,0	19,7	18,7
<i>Épargne privée</i>	20,7	21,4	21,6	19,9
Italie *	17,9	18,6	20,5	20,7
Royaume-Uni *	12,5	13,5	13,9	14,1

* Estimations pour 1996.
Sources : OCDE, estimations CDC.

Tableau 10 :
Structure de l'actif financier des ménages
(en % de l'actif total, encours fin d'année)

	1993	1994	1995	1996
<i>- Etats-Unis</i>				
Monnaie et dépôts à vue	3,2	2,9	2,4	1,9
Placements à terme et à vue	12,6	12,2	11,5	11,2
Obligations	9,5	11,0	9,5	8,8
Mutual funds	7,5	7,6	8,2	9,3
Actions ¹	32,3	31,0	33,0	32,5
Assurance vie et fonds de pension	28,8	29,2	29,5	30,1
<i>Total</i>	93,9	93,9	94,1	93,8
<i>- Japon</i>				
Liquidités	58,5	58,8	58,7	59,4
Obligations	4,2	4,0	3,7	3,8
Trusts	5,2	5,0	4,6	4,0
Investment trusts	3,7	3,1	3,2	2,9
Actions	7,3	7,5	7,7	6,9
Assurance vie	18,9	19,4	19,9	20,7
<i>Total</i>	97,8	97,8	97,8	97,8
<i>- Allemagne</i>				
Monnaie et dépôts à vue	8,9	9,0	8,8	8,9
Placements à terme et à vue	33,4	32,4	31,1	30,3
Bausparkassen	3,5	3,5	3,3	3,3
Obligations	14,5	14,2	16,0	15,5
OPCVM	6,4	7,5	7,6	8,0
Actions	5,6	5,2	5,4	6,0
Assurance	20,1	21,0	21,1	21,5
<i>Total</i>	92,6	92,9	93,3	93,5
<i>- France</i>				
Monnaie et dépôts à vue	9,1	9,5	9,5	8,4
Placements à terme et à vue	22,5	25,3	27,0	25,6
Obligations	4,7	4,4	5,0	4,4
OPCVM	13,3	12,0	9,7	8,7
Actions ¹	32,3	28,1	26,2	28,9
Assurance vie	12,3	14,9	17,0	17,7
<i>Total</i>	96,7	96,8	96,8	95,9
<i>- Italie</i>				
Monnaies et dépôts à vue	13,3	13,2	12,4	12,5
Placements à terme et à vue	31,7	29,0	29,2	26,4
Obligations	19,1	20,6	21,0	22,9
Fonds communs	3,9	4,4	4,0	6,0
Actions	20,2	21,1	20,2	18,9
Assurance vie	5,5	5,6	5,6	5,6
<i>Total</i>	93,7	93,8	92,4	92,4
<i>- Royaume-Uni</i>				
Monnaies	0,9	1,0	0,9	0,9
Placements à terme et à vue	12,2	12,8	12,8	13,2
Dépôts sociétés immobilières	11,1	12,0	10,6	9,9
Obligations	1,2	0,8	0,8	0,6
OPCVM	2,2	2,5	2,8	2,8
Actions	17,1	17,0	17,1	16,5
Assurance vie et fonds de pension	49,6	47,9	49,4	50,8
<i>Total</i>	94,3	94,0	94,4	94,7

1. Actions cotées et non cotées.

Sources : Tableaux des opérations financières nationales.

Tableau 11 :
Taux d'intérêt à 3 mois (moyennes annuelles, en italique taux réels)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	3,2	4,7	6,0	5,4
	<i>0,2</i>	<i>2,1</i>	<i>3,2</i>	<i>2,5</i>
Japon	3,0	2,3	1,2	0,5
	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>1,5</i>	<i>0,5</i>
Allemagne	7,2	5,3	4,4	3,2
	<i>2,7</i>	<i>2,6</i>	<i>2,6</i>	<i>1,7</i>
France	8,4	5,8	6,5	3,9
	<i>6,3</i>	<i>4,1</i>	<i>4,7</i>	<i>1,9</i>
Italie	10,1	8,4	10,3	8,7
	<i>5,9</i>	<i>4,5</i>	<i>4,9</i>	<i>4,9</i>
Royaume-Uni	5,9	5,5	6,7	6,0
	<i>4,3</i>	<i>3,0</i>	<i>3,3</i>	<i>3,6</i>

Sources : Datastream.

243

Tableau 12 :
Taux à 10 ans (moyennes annuelles, en italique taux réels)

	1993	1994	1995	1996
Etats-Unis	5,9	7,1	6,6	6,4
	<i>2,9</i>	<i>4,5</i>	<i>3,8</i>	<i>3,5</i>
Japon	4,2	4,2	3,4	3,0
	<i>3,0</i>	<i>3,5</i>	<i>3,7</i>	<i>3,0</i>
Allemagne	6,5	6,9	6,8	6,2
	<i>2,0</i>	<i>4,2</i>	<i>5,0</i>	<i>4,7</i>
France	6,8	7,2	7,5	6,3
	<i>4,7</i>	<i>5,5</i>	<i>5,7</i>	<i>4,3</i>
Italie	11,1	10,6	12,2	9,4
	<i>6,9</i>	<i>6,7</i>	<i>6,8</i>	<i>5,6</i>
Royaume-Uni	7,4	8,0	8,2	7,8
	<i>5,8</i>	<i>5,5</i>	<i>4,8</i>	<i>5,4</i>

Sources : Datastream.

Tableau 13 :
Indices boursiers (cours moyens et rendements réels)

	1993	1994	1995	1996
Dow Jones	3 525 4,3	3 793 5,0	4 493 15,7	5 744 24,9
Nikkei	19 104 3,9	19 917 3,6	17 363 - 12,5	21 052 21,2
Commerz Bank	2 000 3,6	2 295 12,1	2 253 - 3,6	2 645 15,9
CAC 40	2 020 6,9	2 057 0,1	1 872 - 10,8	2 080 9,1
Italie	545,83 14,26	680,47 20,8	620,93 - 14,1	624,74 - 3,2
FTSE	2 964 14,1	3 141 3,5	3 351 3,3	3 830 11,9

Sources : Datastream.