



# LES GRANDS ÉQUILIBRES ÉCONOMIQUES DE LA ZONE EURO

FABRICE PANSARD \*

Les économies européennes, et tout particulièrement celles qui sont parties prenantes dans le processus d'intégration monétaire, ont connu de profondes modifications au cours de la décennie 1990. Celles-ci ont touché tant le régime de politique économique que le fonctionnement des systèmes financiers. Sur le plan de la politique économique, et en dehors de l'abandon du change nominal comme instrument national de régulation de la conjoncture, les deux bouleversements majeurs ont été l'adoption de politiques budgétaires axées sur la réduction des déficits et de politiques monétaires uniformes visant un objectif explicite de basse inflation, avec tout ce que cela implique en termes d'ajustements d'anticipations et de comportements. Sur le plan des systèmes financiers, les mouvements les plus visibles ont été l'importance des restructurations bancaires et la promotion des marchés d'actifs comme catalyseur principal des activités financières, avec comme conséquence la montée en force des investisseurs institutionnels et l'introduction de nouvelles formes d'épargne (gestion collective *via* les OPCVM, épargne salariale...). Cette dernière tendance est d'ailleurs encore à l'œuvre, et elle est placée sous le signe de la convergence graduelle vers les systèmes financiers anglo-saxons.

Dans ce contexte évolutif de politique économique et d'environnement financier, nous présentons les grands équilibres macroéconomiques et financiers de la zone euro à la fin des années 1990. Les éléments statistiques disponibles montrent que la stabilité du taux d'épargne de la zone euro et la légère augmentation de son taux d'investissement se sont traduites au cours des dernières années par une dégradation continue du compte courant, qui devient même très modestement déficitaire en fin de période. Cette position des échanges extérieurs ainsi que les soldes financiers dégagés par chaque agent, se distinguent nettement de ceux des États-Unis et du Japon, qui s'éloignent par certains aspects des standards de l'analyse économique. L'équilibre extérieur de la zone euro

\* CDC Ixis.



ne doit cependant pas occulter certaines caractéristiques préoccupantes du compte financier, en particulier des sorties importantes de capital au titre des investissements directs et des achats d'actions. La troisième partie envisage quelques perspectives de long terme portant sur l'évolution des comportements d'épargne, en insistant sur deux facteurs que sont la démographie et l'innovation financière. Si le vieillissement démographique pourrait ne pas impacter le volume d'épargne dégagé par les ménages de la zone euro, le rôle de l'innovation financière, qui va se traduire par une plus grande exposition des patrimoines financiers aux marchés d'actions, pourrait en revanche exercer une influence plus significative.

### *ÉPARGNE ET INVESTISSEMENT DANS LA ZONE EURO*

L'analyse des comportements d'épargne et d'investissement, pour importante qu'elle soit dans l'explication de la dynamique économique, n'en est pas pour autant aisée au niveau de l'ensemble de la zone euro. Pour des raisons évidentes, les statistiques mises à la disposition du public par la Banque centrale européenne en la matière ne sont en effet pas encore complètes, même si des premiers éléments d'analyse peuvent être envisagés (Babeau, 2001). Le tableau n°1 met en évidence les agrégats d'épargne et d'investissement (rapportés au PIB) pour l'ensemble des agents résidents, ainsi qu'au niveau « individuel » pour les ménages, les entreprises et un dernier secteur regroupant à la fois les administrations publiques et les entreprises financières. Au niveau le plus agrégé, le taux d'épargne affiche depuis 1995 une quasi-stabilité. Celle-ci est le résultat de mouvements accusés de chaque composante, le recul marqué du taux d'épargne des agents non financiers privés (entreprises et ménages) ayant comme contrepartie (pas forcément au sens causal du terme) une augmentation significative de l'épargne dégagée par les administrations publiques et/ou les sociétés financières.

On retrouve en grande partie dans cette dynamique le fruit du contexte macroéconomique et des conditions imposées par les traités européens (Maastricht puis Amsterdam). La diminution de l'épargne privée résulte essentiellement du comportement des ménages, même si un mouvement de même sens est observé pour les entreprises non financières. Trois facteurs ont, selon toute vraisemblance, joué un rôle moteur dans cette évolution. Tout d'abord, la reprise de l'activité économique et la baisse induite du taux de chômage (graphique n°1) ont joué favorablement sur la confiance des ménages (graphique n°2), avec comme conséquence une réduction de l'épargne de précaution. Ensuite, on a assisté, au niveau de la zone euro, à une accentuation du processus de désinflation (graphique n°3) qui a permis de réduire l'érosion de la valeur réelle des patrimoines et a entraîné mécaniquement une détention excédentaire de liquidités au

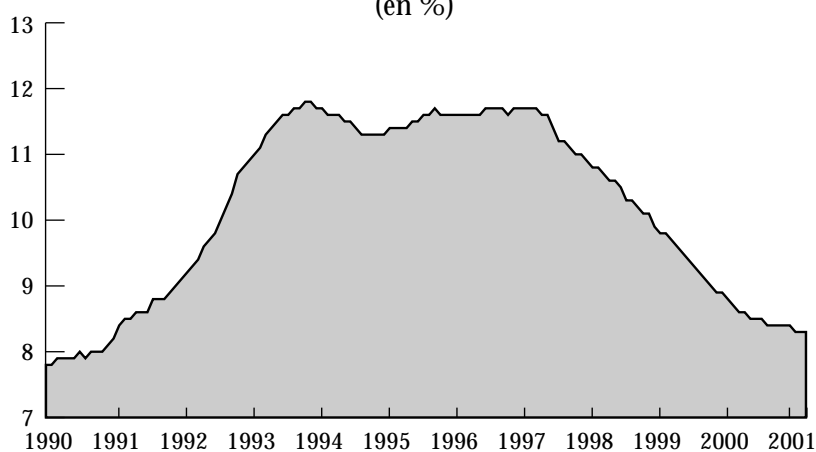
titre des transactions sur biens et services<sup>1</sup>. C'est d'ailleurs dans les pays où le recul de l'inflation a été le plus sensible, par exemple en Espagne et en Italie, que la déformation du partage consommation/épargne a été la plus marquée. L'orientation des flux d'épargne vient appuyer cette thèse de l'influence de la confiance et des prix dans la mesure où le recul du poids des actifs liquides (moyens de paiement, dépôts et titres à court terme) traduit bien à la fois une moindre demande d'encaisses de transactions et un besoin moins prégnant d'épargne de précaution<sup>2</sup>. Enfin, on peut citer comme troisième facteur le développement de l'offre de crédit dans de nombreux pays européens, qui a incité des ménages plus confiants à recourir davantage à l'endettement pour financer leurs dépenses.

**Tableau n°1**  
**Épargne brute (E) et investissement brut (I) dans la zone euro**  
(en % du PIB)

	Ménages		Sociétés non financières		APU et sociétés financières		Ensemble des agents résidents	
	E	I	E	I	E	I	E	I
1995	12,1	6,6	9,6	10,8	0,2	3,2	21,9	20,6
1996	11,9	6,4	9,4	10,8	0,3	3,1	21,6	20,3
1997	11,4	6,4	9,1	10,7	1,5	3	22	20,1
1998	10,5	6,3	9,1	11	2,4	3	22	20,3
1999	9,8	6,4	8,7	11,3	3,4	3,1	21,9	20,8
2000	9,7	6,4	8,8	12,1	3,3	2,8	21,8	21,3

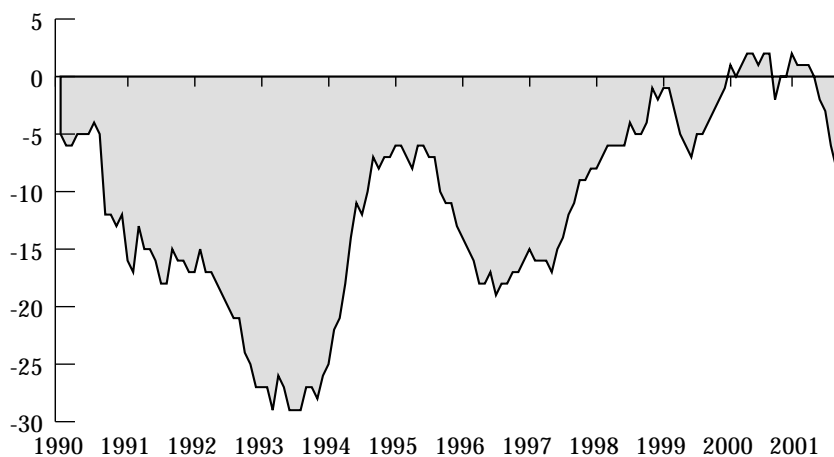
Source : BCE

**Graphique n°1**  
**Taux de chômage dans la zone euro**  
(en %)



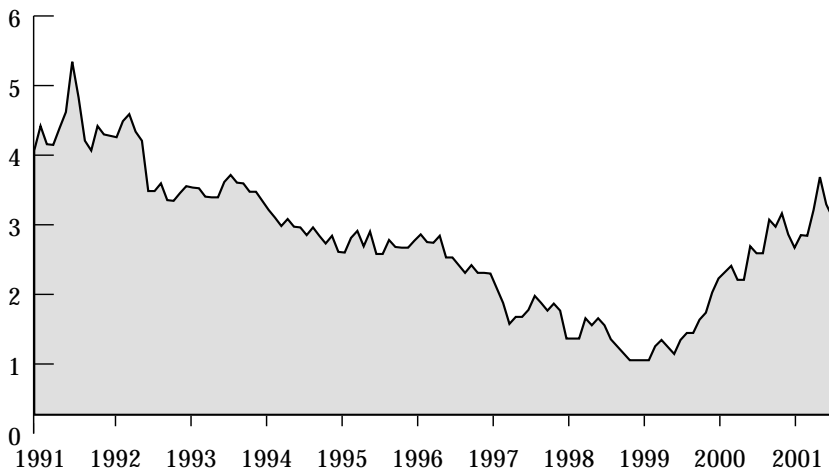
Source : Eurostat

**Graphique n°2**  
**Indice de confiance des ménages dans la zone euro**



Source : Commission européenne

**Graphique n°3**  
**Inflation dans la zone euro**  
(g.a., en %)



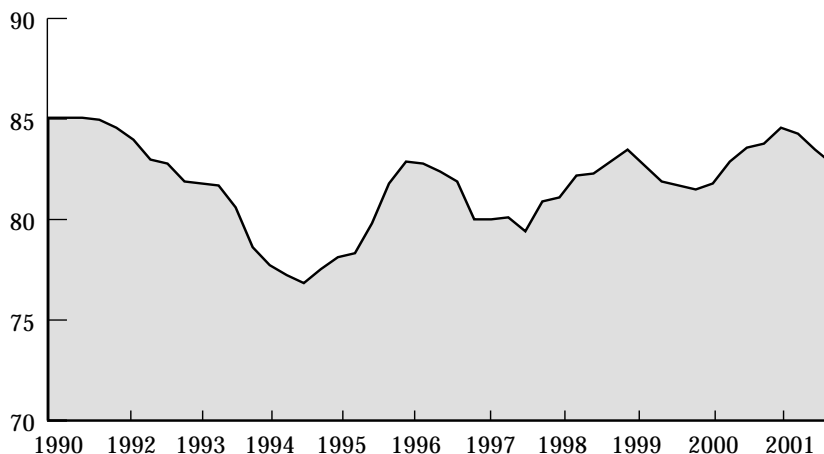
Source : Eurostat

En l'absence de décomposition plus fine, il est difficile de savoir avec certitude si l'augmentation du taux d'épargne des deux autres secteurs (considérés ensemble) est imputable aux administrations publiques ou aux entreprises financières. Néanmoins, on peut penser que cette

évolution est pour une grande part attribuable aux administrations publiques et à leur effort conséquent pour réduire leur déficit budgétaire et leur niveau d'endettement, deux conditions qui étaient nécessaires pour obtenir le statut de participant à la dernière phase du processus d'intégration monétaire, celle de la fixation irrévocable des taux de conversion.

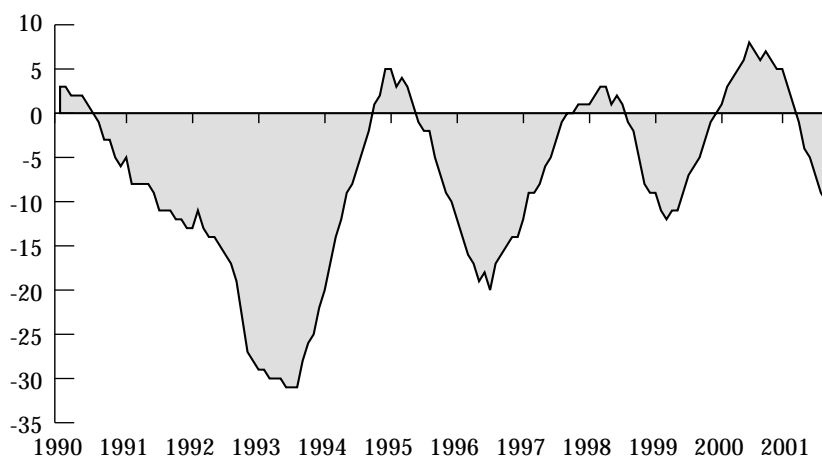
Le *statu quo* du taux d'épargne de la zone euro s'est accompagné entre 1995 et 2000 d'une élévation assez modeste du taux d'investissement (+0,7 point). Cette fois, le mouvement est attribuable aux entreprises non financières, dont l'investissement rapporté au PIB augmente de 1,3 point. Là encore, on retrouve l'empreinte du contexte macro-économique. Si l'on peut en l'occurrence évoquer la baisse des coûts de financement occasionnée par la diminution des taux d'intérêt de marché, on ne doit à coup sûr pas oublier le rôle joué par l'amélioration des débouchés dans un contexte de redémarrage de la croissance économique. Selon le mécanisme usuel, le raffermissement de l'activité économique au cours de la seconde moitié des années 1990 (en fait surtout 1998-2000) s'est accompagné d'un relèvement du taux d'utilisation des capacités de production (graphique n°4) et de la confiance des chefs d'entreprise (graphique n°5), deux facteurs qui ont très certainement suscité une intensification de l'effort d'investissement.

**Graphique n°4**  
**Taux d'utilisation des capacités de production dans la zone euro**  
 (en %)



Source : Commission européenne

**Graphique n°5**  
**Indice de confiance des industriels dans la zone euro**



Source : Commission européenne

6

Les comportements d'épargne et d'investissement au sein de la zone euro aboutissent à une configuration assez standard en termes de capacité de financement (tableau n°2)<sup>3</sup> dès lors que l'on se réfère aux fonctions économiques usuelles de chaque agent. Elle diffère fondamentalement de celle observée depuis quelques années pour les économies américaine et japonaise. Dans la zone euro, l'excès de l'épargne des ménages sur leur investissement (en logement pour l'essentiel) confère à ces derniers une capacité de financement qui permet de combler le besoin de financement des entreprises non financières et celui des administrations publiques, le solde servant le cas échéant à financer le « reste du monde ». Aux États-Unis, les seuls agents affichant une capacité de financement sont les administrations publiques, qui se trouvent engagées dans une politique d'excédent budgétaire et de rachat de leur dette sur les marchés. Les entreprises et plus encore les ménages affichent quant à eux un besoin de financement, qui s'élevait en 2000 à 1,3 point de PIB pour les premières et près de 3 points pour les seconds. Le Japon se trouve également dans une situation atypique du point de vue des grands équilibres, puisque les entreprises non financières présentent depuis 1998 une capacité significative (2,6 points de PIB) à financer les autres agents économiques. Cette position des entreprises japonaises est à relier à l'atonie de l'activité économique et aux surcapacités visibles dans certains secteurs, qui se sont traduites par un recul sensible du taux d'investissement.

La dynamique des taux d'épargne privés et publics au sein de la zone

**Tableau n°2**  
**Capacité nette de financement des ménages**  
**et des sociétés non financières (SNF)**  
 (en % du PIB)

	États-Unis		Japon		Zone euro	
	SNF	Ménages	SNF	Ménages	SNF	Ménages
1995	0,4	1,2	-3,3	6,7	2,5	5
1996	0,1	1,5	-1	4,4	0	4,7
1997	-1,6	-0,1	-2	5,1	-0,7	4,4
1998	-0,6	0,9	4	6,2	-0,6	2,9
1999	-0,9	-0,9	0,4	5,2	-1,4	2,6
2000	-1,3	-2,9	2,6	3,9	-0,2*	

\* Décomposition non disponible

Source : BCE à partir de données nationales

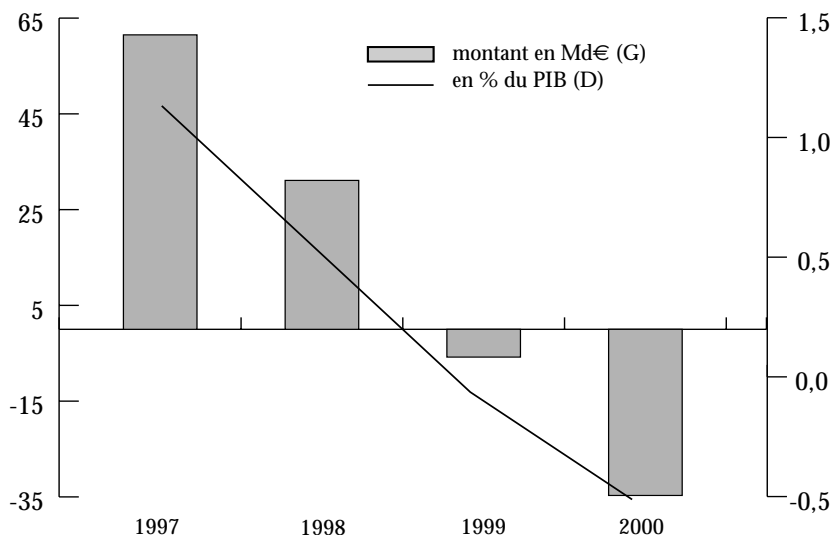
euro et aux États-Unis peut s'expliquer par de multiples facteurs (cf. *supra* pour la zone euro et *infra* pour les États-Unis à propos des effets de richesse), mais notons qu'elle n'est pas sans rappeler quelques enseignements de la théorie de l'équivalence ricardienne. Le niveau élevé du taux d'épargne des ménages au sein de la zone euro pourrait ainsi être mis en relation avec les déficits anticipés des régimes de retraite par répartition et la nécessité de leur résorption par augmentation des prélèvements obligatoires et/ou diminution des prestations. Aux États-Unis, les engagements futurs de retraite sont pré-financés par le système par capitalisation et, de plus, les finances publiques affichent des excédents laissant entrevoir le remboursement à moyen terme du total de la dette publique américaine. Ces positions budgétaires, auxquelles sont certainement associées des perspectives de baisse des prélèvements obligatoires, autorisent les ménages à limiter leur accumulation de capital.

### LES COMPTES EXTÉRIEURS DE LA ZONE EURO

#### *Résorption récente de l'excédent des transactions courantes*

Ces évolutions conjointes de l'épargne et de l'investissement dans la zone euro, qui se sont traduites récemment par une convergence des deux grandeurs, se retrouvent dans la détermination de la balance des transactions courantes vis-à-vis du reste du monde. Après un point haut en 1997, le solde des transactions courantes n'a cessé de se contracter pour devenir négatif à partir de 1999 (graphique n°6). À la fin de l'année 2000, la balance courante de la zone euro affichait un déficit de 34,7 Md€ un chiffre équivalent à 0,5 % du PIB. Après prise en considération du compte de capital, excédentaire de 10,4 Md, la zone euro présentait en 2000 un besoin de financement d'environ 24 Md, soit 0,4 % du PIB.

**Graphique n°6**  
**Solde des transactions courantes de la zone euro**



Source : BCE

8

La position de la zone euro, qui peut être considérée comme équilibrée, tranche donc singulièrement avec celles des États-Unis et du Japon. En 2000, les États-Unis accusaient un besoin de financement de l'ordre de 470 Md€, tandis que le Japon affichait pour sa part un excédent de près de 120 Md€. En plus des facteurs structurels, on retrouve en partie dans ces soldes courants le résultat des décalages conjoncturels, c'est-à-dire des positions respectives de chaque pays dans le cycle économique. Ainsi, l'aggravation du déficit courant américain est-elle en partie due à l'accélération de la demande interne, tandis que les excédents japonais sont favorisés par l'atonie de l'activité économique. De la même manière, la disparition de l'excédent courant européen coïncide avec le rythme plus soutenu de l'activité économique, d'autant que dans le même temps la dépréciation de l'euro et l'envolée des cours du pétrole ont fait sensiblement grimper les prix d'importation<sup>4</sup>.

*Sorties massives de capitaux au titre des achats d'actions  
 et des investissements directs*

Ce quasi-équilibre des transactions courantes, et donc de la balance des capitaux, ne saurait masquer les déséquilibres importants de certaines composantes des comptes financiers externes. Le phénomène le plus marquant, et sur lequel se sont arrêtés la majorité des commentaires, est l'importance des sorties de capitaux à long terme au titre des investisse-



ments directs, qui revêtent par définition un caractère stratégique, et des placements en actions (tableau n°3). Ces sorties de capitaux ont profité aux États-Unis, comblant ainsi son besoin de financement croissant. L'argument essentiel pour justifier ces sorties de capitaux à long terme a été l'attrait des États-Unis en termes de croissance économique. Cet attrait se manifestait à court terme par un rythme d'activité économique plus soutenu qu'en Europe mais également à long terme, les gains de productivité générés par les taux d'investissement élevés (notamment en nouvelles technologies) et une progression de la population active plus soutenue que dans la zone euro étant *a priori* le garant d'une croissance structurellement plus élevée.

Il est d'ailleurs frappant de constater à quel point les analyses concernant la parité euro/dollar ont changé de nature en l'espace de quelques années. Avant l'introduction de l'euro, la majorité de ces analyses conduisait à anticiper un euro fort (trop fort même ?). Le taux d'épargne élevé dans la zone euro et l'excédent des comptes courants auraient dû engendrer une demande d'euros contre dollars, la conséquence de cela étant une dépréciation du dollar susceptible d'aider au redressement de la balance courante américaine et au relèvement du taux d'épargne. Après l'introduction de l'euro, et sa forte dépréciation qui lui a succédé, on a invoqué les flux structurels de sorties de capitaux de la zone euro, en se référant notamment aux nouvelles approches du taux de change réel d'équilibre. La rentabilité plus élevée du capital aux États-Unis serait la cause d'achats de titres à long terme (investissements directs, actions), avec à la clé une demande de dollars et une dépréciation de l'euro sur le marché des changes.

**Tableau n°3**  
**Balance des paiements de la zone euro**  
(Md€)

	1998	1999	2000
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>31,1</b>	<b>-5,8</b>	<b>-34,7</b>
<b>Compte de capital</b>	<b>12,4</b>	<b>13,5</b>	<b>10,4</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-61,2</b>	<b>19,1</b>	<b>6,8</b>
Investissements directs	-83,2	-120,6	-22,8
Investissements de portefeuille :	-99,7	-41,7	-128,9
<i>Actions</i>	0,4	-49,4	-273,3
<i>Titres de créances</i>	-100,1	7,7	144,4
Produits financiers dérivés	-7,5	8,1	-1,1
Autres investissements	120,9	163,1	142,0
Avoirs de réserves	8,2	10,2	17,5
<b>Erreurs et omissions</b>	<b>17,8</b>	<b>-26,8</b>	<b>17,5</b>

Source : BCE



Les entrées de capitaux longs en provenance des pays de la zone euro mais également du Japon ont d'ailleurs contribué à alimenter une dynamique de l'économie américaine fondée sur les effets de richesse (qui ont dopé tant la consommation que l'investissement, *via* la hausse du  $q$  de Tobin) et l'élévation des gains de productivité. On a souvent assimilé la forte augmentation des cours boursiers américains durant la décennie 1990 aux flux d'achat des *baby boomers*, mais il s'agit d'une interprétation largement erronée. Les comptes financiers américains révèlent en effet que les ménages ont été globalement vendeurs d'actions cotées au cours de cette période (même si l'on considère la détention indirecte à travers les *mutual funds* ou les fonds de pension), et que l'essentiel des achats a été réalisé par les non-résidents et par les sociétés domestiques qui ont racheté leurs propres actions afin de doper par ce biais le résultat par action (Artus et Debonneuil, 1999)<sup>5</sup>.

### *QUELQUES PERSPECTIVES À LONG TERME*

Au-delà de la dynamique de court terme des taux d'épargne, d'investissement et des comptes courants, dont une partie est liée à l'intensité des cycles conjoncturels nationaux et à leur plus ou moins grand synchronisme, on peut s'interroger sur les évolutions à plus long terme. Il ne s'agit pas ici de dresser des perspectives chiffrées pour les années ou décennies à venir, mais davantage d'avancer quelques facteurs susceptibles d'influencer la formation de l'équilibre macroéconomique au sein de la zone euro. Deux problématiques au moins méritent d'être soulevées. La première est celle de la démographie et de ses répercussions sur l'épargne des ménages et sur le financement des régimes de retraite gérés en répartition ; la seconde est celle de l'innovation financière et du rôle des prix d'actifs dans la formation de l'équilibre épargne-investissement.

#### *La question démographique*

La démographie peut influencer l'équilibre épargne-investissement à travers de multiples canaux. Cette multiplicité des modes d'influence potentiels rend d'ailleurs tout travail prospectif particulièrement délicat. De manière très schématique, la démographie est susceptible de jouer sur l'épargne privée, l'épargne publique et le taux d'investissement désiré des entreprises (voir par exemple Artus et Legros, 1999), cette présentation didactique ne devant pas faire oublier l'existence éventuelle d'interdépendances.

L'épargne des ménages dépend de la démographie dès lors que les ménages se fixent un comportement d'arbitrage consommation/épargne qui est fonction de leur âge selon un schéma du type cycle de vie. Le vieillissement démographique et son corollaire, l'augmentation du taux



de dépendance des personnes âgées, est alors synonyme de baisse du taux d'épargne des ménages dans la mesure où les retraités, en nombre croissant, procèdent à la cession de leurs actifs financiers en vue de financer leurs dépenses de consommation. L'existence de ce phénomène peut être atténué par l'existence d'un système de répartition, qui limite la nécessité pour les retraités de désépargner, ou encore par l'incertitude sur la durée de vie, qui pousse à modérer la vitesse de liquidation de son patrimoine. Mentionnons également que la diminution du taux d'épargne des ménages âgés peut être compensée en partie au niveau macroéconomique par la baisse du poids des jeunes individus, qui présentent structurellement une demande de biens de consommation (notamment au titre de l'équipement) et de crédit relativement plus élevée et pèsent à ce titre sur le taux d'épargne global. L'épargne publique peut être affectée par la démographie à travers les dépenses sociales, et tout particulièrement à travers l'équilibre cotisations-prestations des régimes de retraite par répartition. De manière bien connue, le vieillissement des populations pèse sur le rapport des actifs aux inactifs - ou sur le rapport des cotisants aux bénéficiaires des pensions -, ce qui crée un déficit du régime de retraite et entraîne un besoin de financement. L'investissement des entreprises peut, quant à lui, être affecté par les modifications de la rentabilité induites par les mouvements de la population active. Ainsi, la baisse de la population active entraîne une chute du rendement du capital avec comme conséquence une diminution du stock de capital désiré et donc une réduction du volume d'investissement.

Les études empiriques cherchant à relier démographie et épargne des ménages aboutissent en général à des résultats mitigés, de telle sorte qu'il est difficile de fonder des prévisions sur les enseignements du passé. Cette difficulté à « capturer » une relation s'explique par de multiples facteurs, et notamment par l'indétermination théorique découlant des effets de compensation (entre jeunes et plus vieux) et des différents amendements apportés au modèle de cycle de vie de base. En règle générale, on admet que l'effort d'épargne est maximum chez les individus de la classe d'âge 40-60 ans et que la période de retraite est davantage synonyme de baisse du taux d'épargne que de véritable désépargne (cf. pour la France l'enquête « Budget des familles » de l'Insee ou, pour une approche macroéconomique, Boutillier, Pansard et Séjourné, 2001). En Europe, l'augmentation de la population retraitée devrait être significative dans la seconde moitié de la décennie actuelle, au facteur de l'allongement de la durée de vie se superposant les cessations d'activité professionnelle des générations nombreuses du *baby-boom* (qui sont actuellement en phase de forte épargne). Selon un rapport du CNCT daté de mars 2001 et consacré aux conséquences financières du vieillissement démographique, et conformément à la logique théorique

précédente, cet effet dépressif sur le taux d'épargne des ménages pourrait être compensé par la baisse du poids relatif des jeunes individus, de telle manière que le taux d'épargne ne connaîtrait pas de modification sensible à l'horizon des dix ou quinze prochaines années. La dégradation des soldes des caisses de retraite (baisse de l'épargne publique et augmentation du besoin de financement des administrations publiques) serait pour sa part compensée par la diminution de l'investissement des entreprises et l'apparition induite d'une très modeste capacité de financement pour ce secteur, pourtant structurellement porté sur l'endettement. Ce scénario, qui se traduirait par une capacité de financement de la zone euro, serait accentué dans l'hypothèse où les ajustements nécessaires pour retourner à l'équilibre cotisations/prestations seraient réalisés, ajustements d'ailleurs imposés par le pacte de stabilité.

De telles perspectives sur le taux d'épargne des ménages s'appuient exclusivement sur des effets d'âge et négligent les effets de date et de génération qui peuvent être importants. Or ce type d'effets peut affecter tant la structure des placements que le montant des fonds épargnés. Ainsi, on ferait nécessairement une erreur de raisonnement si l'on considérait que les comportements du passé vont se reproduire à l'identique dans le futur, alors même que les conditions humaines, économiques et institutionnelles sont susceptibles de connaître des modifications importantes. Par exemple, il n'est pas exclu que l'on assiste dans le futur à une épargne plus abondante des générations d'actifs, et ce pour deux raisons. La première résulte de l'anticipation de l'allongement de l'espérance de vie aux âges élevés, qui pourrait entraîner une augmentation de l'épargne dans la mesure où la période d'inactivité à financer sera plus importante. La seconde raison tient aux incertitudes sur le montant des retraites qui sera effectivement versé, les craintes d'une diminution des prestations pouvant pousser les ménages à se constituer une épargne complémentaire. En France, ce motif d'épargne de prévoyance en vue de la retraite apparaît d'ailleurs clairement dans les motivations des détenteurs de produits d'assurance-vie, actif dont la pénétration chez les jeunes ménages tend à augmenter très sensiblement.

### *Le rôle de l'innovation financière*

Une tendance de ces dernières années a été la montée en force des placements de marché dans les choix d'allocation d'actifs opérés par les ménages de la zone euro. La plupart du temps, il s'agit d'une détention indirecte de titres risqués, celle-ci transitant par le canal des investisseurs institutionnels. Cette nouvelle orientation de l'épargne financière des ménages obéit à plusieurs facteurs, qui se localisent aussi bien du côté de la demande que du côté de l'offre. Du côté de la demande, on retrouve les facteurs abordés précédemment et qui touchent d'une part à la



démographie et aux craintes portant sur les revenus de remplacement, d'autre part au contexte macroéconomique (régime de basse inflation, rendements relatifs des différents placements, baisse du chômage). Du côté de l'offre, on doit citer la fiscalité mais surtout le processus d'innovation financière, celui-ci étant favorisé par l'évolution du cadre réglementaire européen. Pour illustrer ce dernier facteur, il suffit de citer l'introduction récente des OPCVM en Espagne et en Italie, des contrats d'assurance-vie en unités de compte un peu partout en Europe ou encore des différentes formules d'épargne salariale (par exemple le plan partenarial d'épargne salariale volontaire en France) ou d'épargne retraite (promotion des fonds de pension en Allemagne).

La déformation progressive des portefeuilles financiers des ménages de la zone euro consécutive à ces nouveaux modes de placement pourrait très bien jouer à la baisse sur le taux d'épargne des ménages. Tout d'abord, la baisse du degré de liquidité des patrimoines (pour des raisons tenant soit à la réglementation - cas de l'assurance-vie ou des fonds de pension - soit aux caractéristiques économiques - cas des actions détenues en direct) pourrait se traduire par un recours plus massif des ménages à l'endettement, ce comportement se justifiant par la nécessité de se procurer les liquidités leur faisant défaut. On peut trouver les prémices d'une telle logique en France dans l'introduction de prêts accordés par les compagnies d'assurance aux ménages possédant un contrat et se trouvant avec un besoin de liquidités.

Une deuxième raison pouvant justifier une baisse du taux d'épargne réside dans l'existence d'effets combinés de revenu et de richesse. À partir du moment où les ménages se positionnent plus massivement sur les titres longs, *a priori* mieux rémunérés, ils pourraient être incités à limiter leur flux de placement, le réinvestissement des revenus (ou plus-values fictives) suffisant à atteindre la valeur souhaitée de patrimoine. Ces deux facteurs sont souvent invoqués pour justifier la faiblesse du taux d'épargne aux États-Unis<sup>6</sup>, d'autant que pour ce pays vient se greffer un troisième facteur qui est une offre de crédit largement conditionnée à la valeur des garanties présentées par les ménages, facteur qui amplifie la baisse du taux d'épargne en période de forte valorisation boursière. Bien entendu, il faudra du temps avant que la déformation de la structure des encours détenus par les ménages de la zone euro puisse engendrer des effets de richesse d'ampleur significative. De plus, il n'est pas sûr que ce soit par le canal des actifs financiers avec engagement long que les effets de richesse soient les plus importants, alors même que c'est ce type d'actifs qui sera très vraisemblablement à l'avenir le véhicule privilégié par les ménages (assurance-vie, épargne salariale, fonds de pension), à l'instar de ce que l'on observe dans les pays anglo-saxons (Allen et Santomero, 2001). Les études portant sur le cas américain



suggèrent à ce propos que les gains patrimoniaux réalisés sur les produits d'épargne retraite sont moins susceptibles d'être consommés que les gains tirés des actifs détenus en direct.

Au terme d'une décennie d'ajustements macroéconomiques importants (baisse des rythmes d'inflation, des déficits publics, des taux d'intérêt à court et long terme), la zone euro présente une balance des paiements à peu près équilibrée, qui reflète l'adéquation des comportements d'épargne et d'investissement. Cette position, pour satisfaisante qu'elle soit dans une stricte perspective financière de moyen terme, ne permet toutefois pas de juger de son caractère « optimal » dans la mesure où elle peut s'accompagner d'une insuffisance de l'investissement productif des entreprises. C'est d'ailleurs ce que suggèrent les estimations des croissances potentielles respectives de la zone euro et des États-Unis, qui font état d'un handicap pour l'économie de la zone euro, ou encore les sorties de capital au titre des achats de titres de propriété américains.

À l'avenir, il existe de bonnes raisons de penser que la zone euro renouera avec une capacité à financer le reste du monde, et que le scénario pessimiste d'insuffisance d'épargne découlant du vieillissement des populations ne se produira pas. Ce maintien pourrait cependant aller de pair avec une plus grande variabilité des comportements (d'épargne et d'investissement), au fur et à mesure que la marchandisation des bilans se renforcera.

## NOTES

1. Le choc d'offre engendré par l'augmentation des prix des matières premières a entraîné à partir de 1999 une augmentation sensible du rythme de hausse des prix dans la zone euro, comme en témoigne clairement le graphique n°1. Ce choc de nature transitoire ne devrait toutefois pas remettre en cause les efforts menés pour aboutir à un régime permanent de basse inflation tel qu'il est défini et voulu par les autorités monétaires. Depuis le point haut observé au printemps 2001, on assiste d'ailleurs à un reflux de l'inflation au sein de la zone euro : en octobre, les prix à la consommation affichaient un glissement annuel de 2,4 %, contre 3,4 % au mois de mai.

2. Le recul des liquidités dans certains pays n'est pas uniquement attribuable aux facteurs de confiance ou à la désinflation. Des effets d'offre puissants (innovations financières, réduction de l'offre de titres publics) ont également joué un rôle important dans la ré-allocation de l'épargne financière des ménages. Par exemple, en Italie, les efforts entrepris en matière de finances publiques par le gouvernement italien se sont traduits par une baisse de l'offre de bons du Trésor. De la même manière, toujours en Italie, la distribution à grande échelle des parts d'OPCVM de long terme a suscité une très forte demande des ménages pour cet actif.



3. Les chiffres de capacité de financement, calculés par la BCE à partir des comptes financiers, ne correspondent pas à la différence entre l'épargne et l'investissement tels qu'ils apparaissent dans le tableau n° 1. Cela provient du problème, usuel en comptabilité nationale, du passage des comptes réels aux comptes financiers.

4. Pour illustrer cette importance de l'activité économique comme facteur des déséquilibres externes, rappelons qu'en 2000 la croissance de l'économie américaine était de 4,1 % (comme en 1999), celle de l'économie européenne de 3,4 % (contre 2,5 % en 1999) et enfin celle de l'économie japonaise était de 1,7 % (contre à peine 0,8 % en 1999).

5. Les comptes financiers américains (*Flow of funds*) montrent que, en cumul sur la période 1995-2000, les rachats nets d'actions par les entreprises domestiques se sont montés à environ 820 Md\$. Les ménages ont quant à eux eu une position vendeuse : à hauteur de 1575 Md\$ si l'on ne considère que la détention directe et d'environ 740 Md si l'on prend également en compte les opérations réalisées par l'entremise des investisseurs institutionnels - compagnies d'assurance, fonds de pension et *mutual funds*. Par ailleurs, à partir de données individuelles, Tracy et Schneider (2001) montrent que l'augmentation de la taille du portefeuille d'actions moyen des ménages (non pondéré par la taille des patrimoines financiers, ce qui permet d'éviter le biais résultant de la très forte concentration des patrimoines) au cours de la décennie 1990 résulte en majeure partie de phénomènes de valorisation, la contribution du facteur d'âge étant pour sa part très marginale.

6. La forte progression des cours sur les places financières américaines et une dynamique économique potentiellement risquée ont suscité une littérature abondante sur l'importance des effets de richesse et, le cas échéant, leur intégration dans la formulation de la politique économique, et tout particulièrement de la politique monétaire (cf. par exemple FMI, 2000). Si les estimations économétriques semblent conclure majoritairement à l'existence d'un effet de richesse sur la consommation des ménages, son ampleur est par contre assez débattue. Une propension marginale à consommer la richesse détenue sous forme d'actifs boursiers de 0,03 serait l'estimation moyenne, chiffre qui paraît faible mais qui se traduit par une influence significative sur la dépense agrégée des ménages compte tenu de l'importance des actifs concernés dans le patrimoine financier global (Poterba, 2000).

## BIBLIOGRAPHIE

ALLEN F., SANTOMERO AM. (2001) : « What do financial intermediaries do ? », *Journal of Banking and Finance*, Vol 25, pp. 271-294.

ARTUS P., DEBONNEUIL M. (1999) : « Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », dans *Architecture financière internationale*, CAE, La documentation française.

ARTUS P., LEGROS F. (1999) : *Le choix du système de retraite*. Ed. Economica.

BABEAU A. (2001) : *Les Européens et leur épargne*, Economica et OEE.

BOUTILLIER M., PANSARD F., SEJOURNÉ B. (2001) : « Les conséquences du vieillissement démographique sur l'épargne des ménages en France », *Revue française d'économie*, Vol. XVI, juillet, pp. 51-77.

CNCT (2001) : *Les aspects financiers du vieillissement de la population*, mars.

FMI (2000) : *Asset Prices and the Business Cycle*, World Economic Outlook, Chapter III, may, pp. 77-112.

POTERBA JM. (2000) : « Stock Market Wealth and Consumption », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. XIV, n° 2, pp. 99-118.

TRACY J., SCHNEIDER H. (2001) : « Stocks in Household Portfolio : a Look Back at the 1990s », *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. VII, n° 4.

