

Comportements d'épargne dans les cinq grands pays

En 1990

*Service des études économiques et financières,
Caisse des dépôts et consignations*

L'année 1990 est marquée par une certaine remontée des taux d'épargne des ménages, un début de rapprochement des taux d'épargne nationale des différents pays et, le plus souvent, par une dégradation de la situation des entreprises et des finances publiques.

144

Épargne nationale : un début de convergence

L'évolution du solde entre l'épargne nationale et l'investissement national est reflétée par celle des soldes des balances courantes (*tableau 8*). Le mouvement de divergence qui débute au milieu des années 1980 culmine en 1988-1989. 1990 voit l'amorce d'un rapprochement des situations, sous les effets d'une récession précoce dans les pays anglo-saxons (le PNB ne croît que de 1 % aux Etats-Unis et au Royaume-Uni en 1990, contre 2,5 % pour la moyenne des cinq grands pays), d'une très forte demande intérieure en Allemagne et au Japon, la situation de la France étant stable. En 1991, les effets de la réunification allemande et du recul de l'activité aux Etats-Unis et au Royaume-Uni devraient, au moins pour ces trois pays, prolonger cette tendance. Examinant les situations des différents agents intérieurs, on peut s'interroger sur les causes de cette évolution.

Remontée de l'épargne, surtout financière, des ménages

Le taux d'épargne total des ménages est stabilisé, à un bas niveau, aux Etats-Unis, remonte légèrement au Japon et en France, fortement en Allemagne (de l'Ouest) et aux Etats-Unis (*tableau 1*). Ce mouvement profite à l'épargne financière dans tous les pays sauf le Japon en raison de la stabilité (Allemagne), du fléchissement (France) ou de l'effondrement (Etats-Unis et Royaume-Uni) de l'investissement en logements (*tableau 2*). Dans ces deux derniers pays, la désaffection pour les achats de logement résulte des politiques monétaires restrictives passées ou présentes, des pertes de pouvoir

d'achat ; elle succède à une période d'euphorie spéculative sur les marchés immobiliers marquée par la hausse forte du prix relatif des logements (*tableau 13*).

Peut-on comprendre l'évolution du taux d'épargne des ménages ? Ses déterminants usuels sont la progression des revenus, des prix, de la richesse et des rendements financiers. Au Japon, en Allemagne et en France, la forte croissance du revenu disponible réel des ménages (*tableau 3*) contribue à expliquer la remontée du taux d'épargne ; aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, cette explication ne vaut clairement pas en raison de la faiblesse des revenus.

Dans tous les pays, les tensions inflationnistes se sont quelque peu accrues, ce qui est aussi cohérent avec une remontée apparente de l'épargne, en raison des pertes de pouvoir d'achat sur la richesse accumulée (*tableau 4*). La hausse des taux d'intérêt nominaux qui suit partout, sauf aux Etats-Unis (où la politique monétaire se détend précocément), la chute des cours boursiers au second semestre (*tableau 6*), le ralentissement noté plus haut des prix de l'immobilier impliquent des moins-values qui affectent la valeur de marché des actifs détenus par les ménages. Cette perte de richesse est particulièrement nette au Japon, et à un moindre degré en France et en Allemagne. Elle implique une moindre consommation et une hausse du taux d'épargne.

Enfin, en dehors des pays anglo-saxons, les taux d'intérêt réels sont nettement orientés à la hausse (*tableaux 5 et 6*), ce qui, en théorie, pousse aussi à épargner. On sait cependant que l'effet des taux réels sur l'épargne globale semble très faible ; leurs mouvements influencent surtout la structure de l'épargne que nous examinerons plus loin.

Finalement, au Japon, en Allemagne et en France, toutes les explications sont cohérentes avec les évolutions observées de l'épargne. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, il faut sans doute adjoindre aux explications précédentes l'effet de la remontée du taux de chômage, facteur d'incertitude (+ 1 point aux Etats-Unis) et du rationnement du crédit et de la hausse des taux débiteurs consentis aux ménages relativement aux taux de marché.

Dégradation de la situation financière des entreprises, sauf en Allemagne

Les taux de profit des entreprises fléchissent partout sauf en Allemagne (*tableau 11*) ; ceci est traditionnel dans les retournements d'activité, où le partage du revenu se déplace en faveur des salariés en raison du ralentissement des gains de productivité du travail (en 1990, - 0,8 % aux Etats-Unis, 0 au Royaume-Uni, 0,8 % en France, 2,6 % au Japon contre 4,6 % en 1988 ; en Allemagne la tendance à 2,5 % se prolonge). Même si l'investissement des entreprises ralentit (à nouveau, à l'exception de l'Allemagne où la demande intérieure est très forte), le taux d'autofinancement chute car la sensibilité cyclique des profits est particulièrement marquée au Royaume-Uni et en France où se conjugue au phénomène précédent l'alourdissement des charges financières (*tableau 12*). Le niveau élevé des taux d'intérêt réel provoque une croissance très rapide de l'endettement dès que celui-ci est rendu nécessaire par le ralentissement économique. Cette

évolution est particulièrement inquiétante : la structure de bilan des entreprises se dégrade dans la récession malgré le recul d'investissement ; en effet, un des caractères atypiques de ce ralentissement est l'absence d'inflation qui contribue au maintien des taux réels à un niveau élevé. Les perspectives de reprise sont amoindries par la fragilité financière qui en résulte.

L'Allemagne est dans une situation particulière, due à la vigueur persistante de sa croissance, qui permet une croissance spectaculaire de l'investissement et, en même temps, un taux d'autofinancement supérieur à 90 %. Ce n'est qu'en 1991 qu'elle pourrait, et de façon atténuée, pâtir des mêmes évolutions, son taux de croissance passant de 4,6 à 3 % environ.

Le retour des déficits publics ?

Aux Etats-Unis et en Allemagne, l'année 1990 est marquée par le retour de déficits publics significatifs ; au ralentissement de la croissance (qui limite la progression des recettes fiscales à 4 %) se joint, outre-Atlantique, l'effet de la crise des caisses d'épargne (60 milliards de dollars) et de l'accroissement des charges d'intérêt sur la dette. En Allemagne, le coût de la modernisation de l'Est est très élevé dès 1990 (50 milliards de DM pour l'Etat fédéral, 95 milliards de DM pour l'ensemble des administrations publiques). Au Royaume-Uni, au ralentissement économique s'ajoutent divers facteurs secondaires : endettement des collectivités locales, dépenses militaires, baisse des recettes de privatisation.

La vigueur de l'activité et le freinage de l'investissement public expliquent le résultat japonais (fort excédent). Malgré certains allègements fiscaux et le ralentissement de l'activité, la faible progression des dépenses permet à la France de maintenir le niveau antérieur de déficits.

Les perspectives sont plutôt d'un alourdissement des déficits : ralentissement de l'activité (Etats-Unis, Japon, France, Royaume-Uni), programme d'augmentation des dépenses publiques (Japon et bien sûr Allemagne, où le déficit fédéral devrait dépasser 70 milliards de DM en 1991, le déficit public 150 milliards de DM). Le point haut de l'amélioration des dépenses publiques semble dépassé pour l'ensemble des grands pays de l'OCDE.

Quel équilibre entre l'investissement et l'épargne ?

Les facteurs qui concourent à réduire la tension financière sont la hausse des taux d'épargne des ménages et la faiblesse en moyenne de l'investissement des entreprises. Les facteurs apparaissent clairement dans les pays anglo-saxons et en France. Malheureusement, au Royaume-Uni et en France, il y a déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des profits, qui va en sens inverse. La situation semble en tendance assez neutre au Japon : légère baisse des profits des entreprises, fort investissement privé mais reprise de l'épargne des ménages. Aux Etats-Unis, le freinage de l'investissement compense pour l'instant le déficit fédéral, ce qui est loin d'être le cas en Allemagne où le supplément de dépenses publiques est le facteur dominant.

Quand on fait le bilan pour ces cinq pays, la hausse des déficits budgétaires (1 point de PNB en moyenne) domine les autres facteurs

d'amélioration (0,4 point de hausse du taux d'épargne des ménages pondéré, 0,2 point de baisse de l'investissement en pourcentage du PNB). Un léger surcroît de tension ex-ante sur le marché de l'épargne a donc dû apparaître au cours de 1990, les situations nationales étant, comme nous l'avons noté assez divergentes.

Structure de portefeuille : l'attrait pour les taux d'intérêt réels élevés

Les tableaux 9, 9 bis, 9 ter présentent l'évolution pour les différents pays de la structure de l'actif financier des ménages. Les mouvements les plus marquants sont les suivants :

- aux Etats-Unis et au Japon, à un moindre degré en France, baisse de la part des actions, liées directement à la baisse des cours depuis l'été ;
- les dépôts rémunérés (dépôts à terme au Japon et au Royaume-Uni) et les placements collectifs liés aux taux courts (SICAV monétaires en France) progressent parfois fortement au détriment des actions et dans certains cas des dépôts non liés au taux de marché ;
- la part du portefeuille obligataire augmente en Allemagne (nécessairement en raison du triplement des émissions nettes) et aux Etats-Unis (en raison de la baisse des taux et plus-values induites) ;
- le mouvement haussier sur les assurances-vie et les fonds de retraite se prolonge dans tous les pays.

147

Même s'il y a des divergences nationales, on a l'impression d'un attrait pour les actifs à rémunération élevée (par exemple liés aux taux courts), ou manifestant un comportement de précaution à long terme (assurances). Les perdants au total sont les marchés boursiers et les liquidités mal rémunérées. Dans une période où les entreprises subissent une dégradation de leur structure de bilan et où les banques cherchent à se recapitaliser, ces évolutions ne sont pas très favorables.

1990 a été une année de récession ou de début de ralentissement même dans les pays où la croissance reste vive (Allemagne, Japon), où cependant cette évolution ne sera manifeste qu'en 1991. Ceci n'est pas sans conséquence sur l'épargne : baisse de richesse des ménages, ralentissement des recettes fiscales, détérioration des profits des entreprises. Durant cette année, des événements non anticipés (guerre du Golfe, coût de plus en plus élevé de la réunification allemande) ont de plus perturbé les comportements d'épargne (dépenses militaires, chute boursière) et de placement (taux d'intérêt réels élevés en Europe).

Il en résulte une situation porteuse de certaines mesures :

- les taux d'intérêt réels élevés mettent à mal la santé financière retrouvée des entreprises dans plusieurs pays ;
- le déséquilibre du marché de l'épargne ne se résorbe pas malgré la chute de l'investissement privé ; ceci peut entraîner un phénomène cumulatif de hausse de taux d'intérêt et de sous-accumulation de capital, ainsi que l'impossibilité de financer les besoins extérieurs aux pays étudiés (PVD, pays de l'Est, sud de l'Europe...) ;

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

— l'alourdissement de la dette publique se poursuit dans les pays où cette évolution pose problème (Etats-Unis et France) ;

— les choix de portefeuille semblent pour l'instant impliquer une transformation accrue pour financer les besoins de long terme.

Savoir si 1991 se placera dans le prolongement de 1990 sur ces différents points, dépend en particulier de l'évolution des taux d'intérêt réels. Une baisse notable comme celle qui a eu lieu aux Etats-Unis pourrait inverser les inflexions que nous venons de dessiner en réduisant les charges financières et en rééquilibrant les rendements des différents actifs.

CHRONIQUE : LES COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE

TABLEAU 1

TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES (% du revenu disponible)

	1988	1989	1990
Etats-Unis ¹	4,2	4,6	4,5
Japon	14,3	14,2	14,6
Allemagne ²	12,7	12,3	13,2
Royaume-Uni	5,3	6,7	8,0
France	12,1	12,3	12,8

¹ Net.
² Occidentale.

TABLEAU 2

INVESTISSEMENT EN LOGEMENTS

	Taux d'épargne financière des ménages (%)			Taux de croissance de l'investissement logement (%/an, volume)		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Etats-Unis ¹	4,4	3,9	5,8	- 0,8	- 4,0	- 5,1
Japon	11,3	12,6	nd	12,3	0	8,6
Allemagne	11,6 ²	12,0 ²	nd	3,8	5,1	5,0
Royaume-Uni	- 2,7	- 1,2	1,4	7,1	- 2,6	- 12,0
France	3,0	2,9	3,3	4,6	3,4	1,9

¹ Source : Flow of funds, non compatible avec taux d'épargne total.
² Source : Bundesbank.

149

TABLEAU 3

POUVOIR D'ACHAT DU REVENU DISPONIBLE (%/an)

	1988	1989	1990
Etats-Unis	4,9	2,4	0,9
Japon	3,8	3,7	3,9
Allemagne	2,9	1,7	4,8
Royaume-Uni	5,7	3,1	- 2,4
France	4,4	3,4	3,7

TABLEAU 4

TAUX D'INFLATION (en %)

	1988	1989	1990
Etats-Unis	4,1	4,8	5,4
Japon	0,8	2,3	3,1
Allemagne	1,3	2,8	2,8
Royaume-Uni	4,9	7,8	9,5
France	2,7	3,3	3,4

TABLEAU 5

TAUX D'INTÉRÊT À 3 MOIS (entre parenthèses : réel)

	1988	1989	1990
Etats-Unis	6,7 (2,6)	8,1 (3,3)	7,5 (2,1)
Japon	3,9 (3,1)	4,7 (2,4)	6,9 (3,8)
Allemagne	4,2 (2,9)	7,1 (4,3)	8,4 (5,6)
Royaume-Uni	10,2 (5,3)	13,8 (6,0)	14,7 (5,2)
France	7,9 (5,2)	9,3 (6,0)	10,2 (6,8)

150

TABLEAU 6

RENDEMENTS

	Taux d'intérêt 10 ans (entre parenthèses : réel)			Cours boursiers (moyennes annuelles)			
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	Fin 1990
Etats-Unis	9,0 (4,9)	8,6 (3,8)	8,7 (3,3)	2 060	2 509	2 679	2 662
Japon	4,8 (4,0)	5,1 (2,8)	7,0 (3,9)	27 007	34 036	29 476	24 344
Allemagne	6,5 (5,2)	6,9 (4,1)	8,7 (5,9)	1 453	1 827	2 108	1 789
Royaume-Uni	9,7 (4,8)	10,4 (2,6)	12,0 (2,5)	1 449	1 781	1 749	1 726
France	9,1 (6,4)	8,8 (5,5)	10,0 (6,6)	338	489	494	436

TABLEAU 7

DETTE ET DÉFICIT PUBLICS (% PNB)

	1988		1989		1990 ²	
Etats-Unis	52,7	2,9 ¹	54,6 ¹	3,0	58,4	4,3 ¹
Japon	73,1	- 2,1	69,3	- 2,7	63,5	- 3,1
Allemagne	43,3	2,1	44,1	- 0,2	46,0	3,2
Royaume-Uni	48,5	- 2,5	43,5	- 1,7	41,0	- 0,4
France	37,8	1,8	38,3	1,4	38,5	1,5

¹ Déficit fédéral.² Estimation.(1^{er} chiffre : dette ; 2^e : déficit ; + : déficit ; - : excédent).

TABLEAU 8

SOLDE DE LA BALANCE COURANTE (% PNB) *

	1988	1989	1990
Etats-Unis	- 2,6	- 2,1	- 1,8
Japon	2,7	2,0	1,2
Allemagne	4,0	4,6	2,9
Royaume-Uni	- 3,3	- 3,9	- 2,9
France	- 0,4	- 0,4	- 0,6

* Déficit.

151

TABLEAU 9

STRUCTURE DE L'ACTIF FINANCIER DES MÉNAGES/ACTIF TOTAL
(%, fin d'année)

	Etats-Unis			France		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Liquidités	25,0	24,0	24,3	40,4 ²	37,4 ²	35,6 ²⁻³
Obligations	12,7	13,2	14,7	5,6	4,8	4,7 ³
Actions	14,6	15,4	13,2	30,1 ¹	33,9 ¹	33,0 ¹⁻³
Mutual funds	3,8	4,0	4,1	9,6	9,3	11,1 ³
Assurance-vie et fonds de retraite	22,5	23,1	23,6	9,3	10,0	nd

¹ Et participations.² Hors parts d'OPCVM.³ Estimation.

TABLEAU 9 bis

STRUCTURE DE L'ACTIF FINANCIER DES MÉNAGES (% total actif)

	Japon				Allemagne		
	1988	1989	1990		1988	1989	1990
Dépôts à vue	9,6	9,6	9,8	Dépôts à vue	8,2	7,8	7,4
Dépôts à terme	42,4	42,8	47,0	Dépôts à terme	39,4	38,0	36,5
Trusts	6,4	6,5	5,9	Bausparkassen	4,7	4,4	4,2
Titres	22,6	21,0	15,3	Obligations	15,8	16,8	18,6
Assurance-vie	19,0	20,0	22,1	Actions	2,8	2,9	3,0
et retraites				Assurance	21,6	21,8	22,2

TABLEAU 9 ter

STRUCTURE DES LIQUIDITÉS DES MÉNAGES (% total des liquidités)

	Royaume-Uni		
	1988	1989	1990
Dépôts à vue	20,8	25,6	27,2
Dépôts à terme	13,8	17,3	19,3
Dépôts dans les buildings societies	55,0	48,3	46,0
Épargne (livrets, CD)	10,4	8,9	7,5

TABLEAU 10

DETTES DE MÉNAGES/REVENU DISPONIBLE (% fin d'année)

	1988	1989	1990
Etats-Unis	92,3	95,3	99,0
Japon	109,1	118,2	nd
France	65,9	67,6	68,7 ¹

¹ Estimation.

TABLEAU 11

SITUATION DES ENTREPRISES (en %)

	Taux de profit des entreprises (sur valeur ajoutée)			Taux d'autofinancement		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Etats-Unis	5,5	4,6	4,2	85	78	76
Japon	8,0	7,0	6,2	81	74	71
Allemagne	17,5	17,0	18,1	97	88	91
Royaume-Uni	8,5	6,5	5,0	95	58	50
France	17,3	16,1	14,5	94	86	76

TABLEAU 12

INVESTISSEMENT ET FRAIS FINANCIERS

	Croissance de l'investissement - productif (%/an, volume)			Intérêts nets payés par entreprise/ valeur ajoutée (%)		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Etats-Unis	8,3	3,9	1,5	3,6	4,2	4,2
Japon	14,8	15,5	13,1	14,7	14,4	14,4
Allemagne	7,4	9,8	12,1	6,7	7,3	7,4
Royaume-Uni	21,3	4,5	- 0,3	3,0	4,7	5,6
France	10,8	6,7	5,0	7,4	8,0	8,9

153

TABLEAU 13

PRIX RELATIF DU LOGEMENT (par rapport au prix de détail)

	1987	1988	1989
Etats-Unis	9,8	4,7	2,8
Japon ¹	2,1	6,9	5,6
Allemagne	nd	nd	4,0
Royaume-Uni	13,8	21,4	10,1

¹ Terrains.