

## CHRONIQUE

### COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE DANS LES CINQ GRANDS PAYS EN 1993 ET 1994

SYLVETTE VERNET\*, FRANÇOIS LECOINTE\*\*

L'année 1994 a vu l'ensemble des grands pays occidentaux renouer avec la croissance. La reprise économique s'est, en particulier, développée sur un rythme vigoureux en Europe Continentale, et le Japon semble, enfin, sortir de la récession. Les pays anglo-saxons ont, quant à eux, connu une poursuite de la croissance forte de l'année 1993.

Cette conjoncture favorable s'est cependant déroulée dans un contexte de grands déséquilibres épargne-investissement, que ce soit à l'échelon mondial ou au sein de chacun des pays. L'existence de soldes extérieurs très élevés en valeur absolue au Japon (excédent) et aux Etats-Unis (déficit), ainsi que les besoins de financement considérables des gouvernements, continuent d'influencer profondément les comportements d'épargne et l'allocation de celle-ci.

261

#### *I. L'allocation de l'épargne à l'échelon mondial : un flux Japon/Etats-Unis*

Depuis 1991, année de la récession américaine, le déficit courant des Etats-Unis n'a cessé de s'accroître pour dépasser à nouveau les 100 milliards de dollars en 1993 et avoisiner les 150 milliards l'année dernière. Le déficit extérieur est ainsi très proche de son niveau record atteint durant l'année 1987 (-157 milliards), bien qu'il lui soit très inférieur en pourcentage du PIB (2,3% en 1994, contre 3,6% en 1987).

Simultanément, l'excédent japonais a poursuivi sa croissance pour atteindre 130 milliards de dollars par an sur les deux dernières années. En revanche, l'Europe dans son ensemble est proche de l'équilibre de son

---

\* Service des Etudes économiques à la Caisse des dépôts et consignations.

\*\* Service des Etudes économiques à la Caisse des dépôts et consignations.

solde courant. Il existe donc, actuellement, un flux de financement massif du Japon, qui épargne, vers les Etats-Unis, qui désépargnent. Ce schéma s'est substitué à celui prévalant dans la deuxième moitié de la décennie quatre-vingt, qui voyait l'Allemagne dégager des excédents importants et se joindre au Japon pour financer le déficit américain.

La situation actuelle est certes héritée, pour une part, du décalage conjoncturel marqué qui existe depuis quatre ans entre les deux principales économies du monde. Cependant, elle est aussi, largement, d'ordre structurel : on peut la relier aux performances encore médiocres, sur le marché intérieur ou à l'exportation, des producteurs américains, et en parallèle au dynamisme commercial de l'industrie japonaise. On peut également adopter une lecture orientée vers les taux d'épargne privés : structurellement faible aux Etats-Unis, le taux d'épargne des ménages est toujours très élevé au Japon.

Quoi qu'il en soit, force est de constater que le seul déséquilibre majeur dans l'allocation de l'épargne internationale réside dans ces flux de financement du Japon vers les Etats-Unis, qui ont peu de chances de se résorber dans de brefs délais et ont pour effet d'accroître inexorablement la position créditrice du Japon et, conjointement, la dette extérieure nette américaine, devenue positive il y a dix ans. On notera que, récemment, en 1993 et 1994, le financement s'établit essentiellement par des flux de capitaux à court terme. Ceux-ci se sont substitués aux investissements directs ou aux investissements de portefeuille à long terme qui caractérisaient la fin de la décennie quatre-vingt.

262

## *II. Les déficits publics, au coeur de l'équilibre épargne-investissement*

Le retour à la croissance dans l'ensemble des pays n'a pas permis de correction sensible des déficits publics, qui restent en général massifs, au point de conditionner fortement les équilibres épargne-investissement domestiques. Ce constat vaut d'être nuancé, d'une part parce que la position des économies dans le cycle est très différente, d'autre part parce que la composante structurelle des déficits publics n'y est pas de même ampleur.

Trois années de croissance forte, ainsi qu'un programme de réduction des dépenses fédérales, ont permis aux Etats-Unis de ramener le déficit public global à 3,1% du PIB et à désamorcer ce qui constituait l'une des dérives les plus inquiétantes de l'économie américaine au cours de la dernière décennie. On peut cependant considérer que le niveau actuel du déficit reste élevé, dans un pays qui dégage traditionnellement peu d'épargne et qui est arrivé au point haut du cycle. Le cas japonais est diamétralement opposé : les plans de relances budgétaires successifs, votés avec de

grandes difficultés et pour l'instant relativement vains dans leur capacité à relancer l'économie, ont replacé le gouvernement japonais en situation de déficit depuis 1993. Le niveau actuel reste modeste (2,0% du PIB) mais pourrait assez vite constituer un problème pour un pays qui conserve un niveau de dette publique important, hérité d'une période de déséquilibre des finances publiques pourtant très ancienne.

C'est en Europe que la question du besoin de financement des Administrations Publiques se pose avec le plus d'acuité. La récession sévère de 1992-1993 a exacerbé les tensions dans des pays comme l'Allemagne et la France (pour 1994, on estime les déficits publics à 3% du PIB en Allemagne et à 5,6% en France), mais n'explique pas à elle-seule la dérive constatée. Le diagnostic est encore plus net au Royaume-Uni, où le déficit a continué à se creuser dangereusement alors que l'économie était en reprise (déficit public de 7,8% du PIB en 1993). La part structurelle des déficits publics est donc dans les trois cas en cause. Sa dérive tient pour une part aux charges d'intérêt sur la dette et, en particulier, au fait que les taux d'intérêt réels dépassent sensiblement le taux de croissance économique depuis dix ans. Elle tient également à la persistance d'un chômage massif. Enfin, elle résulte parfois des politiques volontaristes engagées il y a quelques années, qu'il s'agisse par exemple de gérer la réunification en Allemagne, ou de tenter de réduire le taux des prélèvements obligatoires.

La conséquence principale de ses déficits publics élevés est que, sauf au Japon, une part importante et croissante de l'épargne privée se trouve absorbée par le besoin de financement de l'Etat. Dans plusieurs pays, au premier rang desquels figurent les Etats-Unis, on peut, bien entendu, considérer qu'une part de l'ajustement est réalisée par l'existence simultanée d'un déficit courant, c'est-à-dire d'une épargne étrangère. En revanche, le cas de la France apparaît singulier, tout à la fois dans une perspective historique et par rapport aux autres pays : l'Etat français est devenu, depuis 1992, l'unique agent en besoin de financement, les entreprises non-financières se trouvant dans une situation paradoxale de capacité de financement. Jointe à celle des ménages, cette capacité permet de dégager une épargne suffisante à la couverture du déficit public, le solde extérieur étant par ailleurs positif.

263

### *III. L'inflexion du taux d'épargne des ménages*

Sauf au Japon, où le mouvement de reprise économique est encore timide et récent, le taux d'épargne des ménages s'est nettement infléchi depuis deux ans. Amorcée dès 1993 aux Etats-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni, cette baisse est intervenue l'année dernière en France. Elle a généralement permis de soutenir la croissance de la demande intérieure

dans la phase de reprise, ce qui est atypique, et dans certains cas d'amortir la récession, ce qui est plus conforme au cycle traditionnel de l'épargne.

Parmi les déterminants du comportement d'épargne des ménages, l'inflation a continué, en 1993 et 1994, à avoir une évolution inerte et modérée en moyenne : il n'y a pas eu, dans le dernier cycle d'activité, le pic d'inflation que l'on observait habituellement à l'approche de la récession. C'est sans doute l'une des raisons pour lesquelles les ménages n'ont pas eu le comportement attendu de remontée du taux d'épargne avant la récession. Par ailleurs, la reprise américaine s'est déroulée sans tension inflationniste, avec même une poursuite du ralentissement de la hausse des prix en 1994.

D'une manière générale, le revenu des ménages, exprimé en termes réels, a très peu augmenté en 1993 et en 1994. En Allemagne, il a même reculé en 1994, sous l'effet de la récession mais aussi des hausses de fiscalité destinées à contenir la dérive des finances publiques consécutive à la réunification. Dans ce pays, les ménages ont réagi à cette double évolution par une très nette diminution de leur taux d'épargne : ils ont ainsi adopté un comportement d'amortissement des chocs sur le revenu réel, la consommation étant considérée comme fixe à court-terme. Cette réaction n'était pas évidente, *a priori* : bien qu'elle puisse être considérée comme durable, la hausse des impôts a été amortie comme si elle n'était que passagère. De ce fait, la consommation privée a pu évoluer positivement en 1994, bien que modestement. Elle n'a pas joué un rôle moteur dans la reprise économique — plutôt assurée par l'exportation et l'investissement — mais la baisse du taux d'épargne a vraisemblablement permis d'éviter que l'économie allemande s'enfonce davantage dans la récession.

En France, la croissance du revenu réel des ménages est restée positive durant la récession, mais elle a continué à ralentir en 1994, lors de la reprise, les salaires réels étant en faible augmentation et les prestations sociales plus modérées. Le taux d'épargne des ménages a atteint son point haut au premier semestre 1993 et a alors nettement dépassé le niveau que l'on pouvait attendre au vu des déterminants traditionnels du comportement d'épargne. Il semble que ce soient la forte hausse du chômage et la généralisation des problèmes d'emploi à une large frange de la population active qui expliquent le développement d'une épargne de précaution supplémentaire dès 1992. La diminution du taux d'épargne, très nette entre l'été 1993 et l'été 1994, qui a également pu être favorisée par des mesures ponctuelles de politique conjoncturelle, a joué un rôle non-négligeable dans la reprise économique qui doit beaucoup à la brusque inversion des perspectives de débouchés des entreprises.

Le cas des États-Unis apparaît sensiblement différent des deux précédents. En début de reprise (1992), l'épargne des ménages s'est accrue,

simultanément à la forte hausse du revenu réel. La croissance économique était alors assurée par l'investissement des entreprises. En 1993 en revanche, le taux d'épargne a enregistré une très nette diminution, la consommation privée contribuant alors significativement à la croissance globale.

Il faut par ailleurs noter que l'investissement-logement a enregistré des taux de croissance élevés en 1994, sauf en France, où l'investissement logement s'est en fait infléchi pour atteindre une croissance limitée mais positive estimée à 2,7%. Le cycle de biens durables, l'évolution des taux d'intérêt à long terme (en très nette baisse jusqu'au début de l'année dernière), ou des facteurs domestiques spécifiques, se sont ajoutés à l'effet plus global tenant à la reprise économique pour conduire à cette évolution. Par conséquent, le taux d'épargne financière des ménages a généralement enregistré une forte baisse en 1994 (dès 1993 aux Etats-Unis).

C'est en France et aux Etats-Unis que les choix d'allocation d'actifs ont évolué de la façon la plus marquée au cours des deux dernières années. En 1994, la forte remontée des taux d'intérêt à long terme et la baisse des cours des actions, ainsi que les modifications intervenues sur la fiscalité, ont conduit les ménages français à privilégier à nouveau les placements liquides au détriment des titres de marchés, que leur détention soit directe ou intermédiée par les OPCVM. Les produits d'assurance-vie sont cependant restés, plus que jamais, le placement favori des ménages français. Le déplacement constaté aux Etats-Unis, plus précocément, est inverse : la baisse, puis le maintien à des niveaux bas, des taux d'intérêt à court terme jusqu'en 1993 ont induit une forte diminution des placements liquides.

265

#### *IV. Les entreprises maintiennent un taux d'épargne élevé*

L'une des caractéristiques du cycle actuel tient au comportement d'épargne et d'investissement des entreprises. Souvent très endettées à la fin des années quatre-vingt - et pénalisées par le maintien de taux d'intérêt réels élevés -, les entreprises ont partout tendance à conserver un taux d'autofinancement important, même lorsqu'elles reprennent leurs investissements, comme aux Etats-Unis depuis 1992 ou en Allemagne très récemment.

Le cas le plus frappant est celui des entreprises non-financières françaises. Leur taux d'autofinancement dépasse 100% depuis 1992 et a continué d'enregistrer une forte hausse en 1993 et l'année dernière. Comme on l'a vu, ce comportement a un impact essentiel sur le schéma global d'allocation d'épargne en France, les entreprises contribuant, de fait et bien que de manière indirecte, à la couverture du besoin de financement public. En 1993 et 1994, elles ont en effet continué à se désendetter auprès des banques et à très peu recourir aux marchés obligataires et d'actions. Ces derniers ont été utilisés en grande partie par l'Etat, soit par émission d'OAT, soit par les privatisations.

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

	1991	1992	1993	1994*
Etats-Unis	5,0	5,5	4,1	4,1
Japon	15,1	14,3	14,5	14,3
Allemagne	14,8	12,9	12,3	11,2
France	13,1	13,9	14,1	13,0
Royaume-Uni	10,5	12,8	11,8	10,0

\* Estimations pour 1994.

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

	1991	1992	1993	1994*
Etats-Unis	0,4	3,1	1,5	3,5
Japon	2,6	1,4	0,7	0,2
Allemagne	4,9	1,7	-0,3	-0,1
France	2,1	2,2	0,9	0,5
Royaume-Uni	0,1	2,7	1,4	1,4

\* Estimations pour 1994.

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

	1991	1992	1993	1994
Etats-Unis	4,2	3,0	3,0	2,6
Japon	3,3	1,6	1,3	1,0
Allemagne	3,8	3,8	3,2	2,6
France	3,3	2,3	2,1	1,7
Royaume-Uni	5,9	3,7	1,6	2,5

Tableau 4  
*Épargne financière et investissement logement*

	Taux d'épargne financière				Taux de croissance l'investissement logement (volume)			
	1991	1992	1993	31/12/1994*	1991	1992	1993	1994*
Etats-Unis <sup>1</sup>	5,9	6,7	3,9	3,7	-12,9	16,2	8,2	8,3
Japon	6,0	3,5	6,1	5,2	-8,0	-7,0	2,4	11,4
Allemagne					4,2	6,8	3,3	9,9
France	4,4	5,2	6,0	4,6	-3,8	-0,9	-3,7	2,7
Royaume-Uni					-12,4	2,9	4,3	6,4

\* Estimations pour 1994.

<sup>1</sup> Source: Flows of funds non compatible avec le taux d'épargne global.

Tableau 5  
*Taux d'autofinancement des entreprises (en %)*

	1991	1992	1993	1994*
Etats-Unis	85,6	88,6	86,8	84,5
Japon	71,0	71,0	70,0	71,3
Allemagne	77,2	75,7	77,8	77,5
France	94,6	101,1	108,5	119,1
Royaume-Uni	73,0	79,1	105,8	120,2

267

\* Estimations pour 1994.

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

	1991	1992	1993	1994*
Etats-Unis	-5,7	2,0	12,5	13,7
Japon	6,7	-4,7	-9,3	-8,8
Allemagne	9,4	-4,1	-17,5	-1,2
France	-1,6	-3,4	-8,6	-0,2
Royaume-Uni	-7,6	-5,1	-0,7	1,8

\* Estimations pour 1994.

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

	1991	1992	1993	1994*
Etats-Unis	-4,7	-4,9	-4,1	-3,1
Japon	3,5	0,6	-0,7	-2,0
Allemagne <sup>1</sup>	-3,3	-2,9	-3,3	-3,0
France	-12,2	-3,9	-5,8	-5,6
Royaume-Uni	-2,5	-6,1	-7,8	-6,8

\* Estimations pour 1994 (estimation de l'OCDE pour le Royaume-Uni).

(1) Administrations publiques y.c. Sécurité sociale, hors entreprises publiques optique comptabilité nationale.

Tableau 8  
Soldes courants (en milliards de dollars)

	1991	1992	1993	1994
Etats-Unis	-5	-66	-104	-150 *
Japon	73	118	132	129
Allemagne	-19	-22	-20	-36
France	-6	4	10	10 *
Royaume-Uni	-13	-15	-16	-16

\* Estimations pour 1994 (Etats-Unis, France).

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

	1991	1992	1993	1994 *		1991	1992	1993	1994 *
<b>Etat-Unis<sup>1</sup></b>					<b>France</b>				
Liquidités	20,0	18,7	17,4	17,1	Liquidités	36,0	35,1	31,6	33,3
Obligations	9,3	9,2	8,9	10,2	Obligations	4,3	4,1	5,0	4,5
Actions	15,9	17,1	17,6	16,2	Actions <sup>2</sup>	27,6	26,3	30,1	28,0
Mutual funds	3,8	4,5	5,5	6,0	OPCVM	14,8	15,5	15,0	13,8
Assurance vie	29,3	30,1	30,9	30,7	Assurance vie	13,4	14,7	14,8	17,0
Total	78,3	79,6	80,3	80,2	Total	96,1	95,7	96,5	96,6
<b>Japon</b>					<b>Allemagne<sup>3</sup></b>				
Dépôts à vue	5,9	6,0	6,0	6,0	Dépôts à vue	7,5	9,4	9,7	
Dépôts à terme	45,6	46,1	45,8	45,4	Dépôts à terme	34,0	35,6	36,4	
Trusts	7,1	7,4	7,3	7,3	Bausparkassen	3,9	3,9	3,8	
Titres	16,3	14,2	13,6	14,0	Obligations	20,1	19,3	18,0	
Assurance vie	21,7	23,0	24,0	24,3	Actions	2,6	2,3	2,0	
Total	96,6	96,7	96,7	97,0	Assurances	18,4	21,4	21,9	
					Total	86,5	91,9	91,8	

\* Estimations pour 1994 (France, Japon).

1 Structure au troisième trimestre 1994 pour les Etats-Unis.

2 Actions cotées et non cotées pour les chiffres français.

3 Allemagne d'Ouest en 1991, Allemagne entière en 1992 et 1993.

Tableau 10

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

	1991	1992	1993	1994
Etats-Unis	5,9 <i>1,7</i>	3,8 <i>0,8</i>	3,2 <i>0,2</i>	4,7 <i>2,1</i>
Japon	7,3 <i>4,0</i>	4,4 <i>2,8</i>	3,0 <i>1,7</i>	2,3 <i>1,3</i>
Allemagne	9,2 <i>5,4</i>	9,4 <i>5,6</i>	7,2 <i>4,0</i>	5,3 <i>2,7</i>
France	9,5 <i>6,2</i>	10,2 <i>7,9</i>	8,4 <i>6,3</i>	5,8 <i>4,1</i>
Royaume-Uni	11,5 <i>5,6</i>	9,6 <i>5,9</i>	5,9 <i>4,3</i>	5,5 <i>3,0</i>

Tableau 11

*Rendements (moyennes annuelles, en italique taux réels)*

	Taux à 10 ans					Cours boursiers			
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994
Etats-Unis	7,9 <i>3,7</i>	7,0 <i>4,0</i>	5,8 <i>2,8</i>	7,1 <i>4,5</i>	Dow Jones	2929	3284 <i>9,1</i>	3525 <i>4,3</i>	3794 <i>5,0</i>
Japon	6,4 <i>3,1</i>	5,3 <i>3,7</i>	4,3 <i>3,0</i>	4,3 <i>3,3</i>	Nikkei	24298	18184 <i>+26,8</i>	19104 <i>3,8</i>	19919 <i>3,3</i>
Allemagne	8,5 <i>4,7</i>	8,0 <i>4,2</i>	6,7 <i>3,5</i>	7,2 <i>4,6</i>	C. Bank	1869	1850 <i>+4,8</i>	2000 <i>4,9</i>	2295 <i>12,2</i>
France	9,1 <i>5,8</i>	8,6 <i>6,3</i>	6,8 <i>4,7</i>	7,2 <i>5,5</i>	CAC40	1767	1852 <i>2,5</i>	2019 <i>6,9</i>	2058 <i>0,2</i>
Royaume-Uni	10,3 <i>4,4</i>	9,3 <i>5,6</i>	7,5 <i>5,9</i>	8,0 <i>5,5</i>	FTSE	2467	2560 <i>0,0</i>	2963 <i>14,1</i>	3141 <i>3,5</i>