

COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE DANS LES CINQ GRANDS PAYS EN 1995

CATHERINE AUGORY ET SYLVETTE VERNET*

Les principaux pays occidentaux ont connu une phase de ralentissement plus ou moins prononcé au cours de l'année 1995. En Europe continentale, ce sont les deux principaux *leaders*, l'Allemagne et la France, qui éprouvent le plus de difficulté depuis le second semestre de l'année dernière. En particulier, leur PIB a reculé au quatrième trimestre de l'an passé. Dans les pays anglo-saxons, l'hypothèse de l'atterrissage en douceur est confirmée. En revanche, la situation du Japon est singulière au sein du G5 ; c'est le seul pays en phase d'accélération depuis la fin du second trimestre 1995.

Cette situation plutôt morose a renforcé les déséquilibres épargne/investissement de façon inégale selon les pays. Le déficit courant américain s'est alourdi légèrement ; à l'opposé, on note une légère contraction de l'excédent courant japonais. Le Japon demeure cependant le principal créancier des États-Unis. En Europe, l'écart épargne/investissement se résorbe légèrement en Allemagne tandis que la balance courante britannique affiche une nouvelle dégradation. La France se distingue de ses partenaires en doublant son excédent de l'année précédente. Parallèlement, le déficit des administrations publiques s'est de nouveau creusé dans certains pays (Allemagne et Japon). Dans d'autres (États-Unis, France, Royaume-Uni), on observe une légère amélioration des comptes du secteur public mais la situation demeure préoccupante, notamment en France. Dans le cas des pays européens, le niveau atteint reste très largement supérieur au seuil fixé dans le traité de Maastricht.

241

Le Japon reste le principal créancier malgré la diminution de son solde courant

Globalement, au niveau des cinq principaux pays industrialisés, on note une détérioration de la situation des comptes courants au sens où le déficit cumulé de cette zone est passé de 37,8 milliards de dollars en 1994 à 55,8 milliards de dollars en 1995. Cette évolution du besoin de financement du G5 s'explique par plusieurs facteurs. Certains proviennent de

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

1995 contre 8 milliards en 1994) et d'une baisse significative du déficit en Allemagne. D'autres sont liés à la détérioration du solde courant au Royaume-Uni et au maintien à un niveau très élevé du déficit aux États-Unis (153 milliards contre 151 milliards de dollars). Enfin, 1995 apparaît comme un point particulier au Japon, où pour la première fois au cours des années quatre-vingt-dix, l'excédent courant a baissé. Cette réduction de 15% de l'excédent courant japonais explique à elle seule l'écart entre les déficits cumulés du G5 de 1995 et 1994. L'autre particularité de la période provient de l'excellente performance de l'économie française qui, tout en se plaçant très loin derrière le Japon, apparaît comme l'une des créancières du G5. La performance française a toutefois été réalisée dans des conditions particulières liées à l'atonie de la consommation privée conduisant à une relative mollesse de la demande intérieure.

Les déficits publics : une situation préoccupante en Europe

Au regard des soldes publics, la situation apparaît contrastée dans les pays du G5. Aux États-Unis, la vigueur relative de l'activité et la politique restrictive du gouvernement maintiennent le déficit public sur une tendance baissière. Entre 1992 et 1995, le ratio déficit public sur PIB est passé de 4,7% à 2,3%. Ce résultat doit être cependant nuancé en tenant compte du fait que les États-Unis n'ont plus connu de ralentissement sévère depuis la fin de la dernière récession. A l'opposé, on observe un creusement du déficit au Japon et en Allemagne. Pour ce qui concerne le Japon, il convient de rappeler que l'activité a stagné depuis plusieurs années. Cela a entraîné une forte contraction des recettes fiscales ; en outre, le gouvernement japonais a dû mettre en place plusieurs plans de relance. La forte détérioration du déficit japonais (3,9% du PIB en 1995 contre 2,1% en 1994) provient donc d'un effet cumulé d'une politique budgétaire volontariste et de la mollesse de l'activité. De ce fait, la situation japonaise semble transitoire, l'amorce de la reprise devant entraîner une résorption sensible du déficit. En Allemagne, c'est essentiellement le recul de l'activité qui explique cette nouvelle détérioration des comptes publics. Le déficit représentait 3,5% du PIB en 1995, soit une hausse de un point en un an. Cette détérioration des comptes s'est produite au cours du second semestre à l'amorce du recul de l'activité, témoignant ainsi de la fragilité actuelle de l'économie allemande. En France, comme au Royaume-Uni, on note une réduction du déficit. La situation des deux pays n'est toutefois pas comparable. Au Royaume-Uni le ratio a baissé de plus d'un point passant de 6,8% à 5,7% ; en France, on est passé de 5,8% à 5% en un an. Par ailleurs, ces deux pays ne se trouvent pas tout à fait dans la même phase de cycle. Enfin, la France est plus préoccupée par le respect des critères de Maastricht que le Royaume-Uni. De ce point de vue, l'attitude du gouvernement français

est plus dynamique que celle de son homologue britannique. Toutefois, les déficits publics restent trop élevés en Europe et limitent les marges de manœuvre des pouvoirs publics. C'est l'un des problèmes majeurs de la décennie.

Les taux d'épargne des ménages orientés à la hausse

Hormis au Japon, le ralentissement de l'activité s'est traduit par un repli des ménages qui ont sensiblement augmenté leur épargne de précaution. Les ménages sont donc redevenus frileux notamment en Europe où la chute de l'activité s'est accompagnée d'une détérioration du climat de confiance (en France) et d'une remontée du chômage. En Allemagne par exemple, après avoir baissé dans la première moitié de l'année, le taux de chômage a augmenté de façon significative au second semestre en passant de 9,0% à près de 9,9% en décembre. Aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni, le taux d'épargne global a augmenté d'au moins 0,5 point. En Allemagne, il a stagné à 12,3%, les ménages allemands n'ont pas non plus puisé dans leur épargne pour soutenir l'activité. Le Japon se situe un peu à l'écart du fait que c'est la seule économie qui se trouve dans une phase d'accélération. La remontée du taux d'épargne des ménages ne s'interprète donc pas comme une perte de confiance au Japon.

243

Par ailleurs, la hausse des taux d'épargne intervient dans un contexte général de croissance du revenu réel des ménages dû, en partie, au faible niveau de l'inflation dans les pays des G5. En termes réels en 1995, le revenu des ménages a progressé d'environ 2% au moins (1,7% pour le minimum en Allemagne et 3,3% pour le maximum aux États-Unis) dans les principaux pays industrialisés. Ce taux de croissance du revenu se situe au moins 1 point au-dessus de ce qui était observé un an plus tôt. Etant donnée l'évolution du revenu réel et la phase actuelle du cycle de production, on aurait pu observer au moins une stabilisation du taux d'épargne en vue du soutien actif de la consommation privée à l'activité réelle. La hausse du taux d'épargne traduit donc clairement des anticipations pessimistes des ménages compte tenu de l'évolution défavorable des déficits publics. La perte de confiance des ménages intervient naturellement dans la répartition de leur épargne favorable à l'épargne financière. En France, le taux d'épargne financière a augmenté significativement (+0,8 point soit 7,8% en moyenne en 1995). Cette progression du taux d'épargne financière des ménages français est cohérente avec l'évolution des taux d'intérêt réel. La hausse du taux d'épargne globale provient essentiellement de la partie financière de l'épargne. En Allemagne, le taux d'épargne financière est resté stable à un niveau élevé. Bien évidemment, la hausse de l'épargne financière a pénalisé l'investissement en logements resté peu dynamique au cours de l'année 1995.

La structure de l'actif financier des ménages n'a subi que de faibles modifications sur la période. Toutefois, en Europe, la part des placements en assurances a plutôt augmenté. C'est en France que l'on observe les plus fortes hausses (de l'ordre de 2 points). En raison de la chute des cours boursiers en France et au Japon en particulier, la part des actions a globalement reculé. En revanche, la bonne performance du marché boursier américain s'est traduite par une très nette hausse (3 points) de la part des actions dans l'actif des ménages.

Les entreprises dégagent toujours une forte capacité de financement

Hormis aux États-Unis, où l'investissement des entreprises continue de progresser fortement (9,7% en 1995 et 9,8% en 1994, en nouvelle base), la FBCF demeure relativement atone dans les pays du G5, même si un léger frémissement est observé çà et là. Cette mollesse de l'investissement productif, due dans une large mesure à la faiblesse de la demande, permet aux entreprises de maintenir une épargne élevée. En outre, la part du revenu du capital dans la valeur ajoutée a sensiblement augmenté en Europe. Au Japon et aux États-Unis, on observe toutefois un léger tassement du ratio revenu du capital sur valeur ajoutée, qui s'explique dans un cas par la forte croissance de la FBCF et dans l'autre par les effets de la reprise. En France, le taux d'autofinancement des entreprises demeure très largement supérieur à 100% (116% en 1995 contre 114% en 1994). En Allemagne, l'indicateur se situe désormais au-delà du seuil de 100% en raison de l'exclusion de la Treuhand (organisme de privatisation des entreprises de l'ex-RDA, très déficitaire) du secteur des entreprises.

Au total, la situation globale des pays industrialisés se caractérise par un besoin de financement plus ou moins prononcé des administrations publiques conjugué avec une augmentation de la capacité d'épargne du secteur privé. Cette évolution de l'épargne des secteurs privé et public conduit à une hausse quasi-générale de l'épargne nationale. C'est notamment le cas en France où la part de l'épargne nationale dans le PIB est passée de 19% en 1994 à 19,7% en 1995. Le principal problème reste cependant celui du maintien des déficits publics à un niveau élevé, surtout dans les pays européens.

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

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	5,9	4,5	3,8	4,5
Japon (*)	13,1	13,4	12,8	13,4
Allemagne (1)	13,9	12,9	12,3	12,3
France	13,6	14,1	13,6	14,3
<i>Épargne financière</i>	6,4	7,7	7,0	7,8
Royaume-Uni	12,2	11,4	9,6	10,1

(*) Estimations OCDE pour 1995.

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

Sources : Comptes Nationaux, OCDE pour le Japon.

Tableau 2 :
Revenu réel des ménages (taux de croissance annuel)

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis (3)	2,8	1,1	2,3	3,3
Japon (1)(*)	2,0	1,3	1,2	2,4
Allemagne (2)	2,8	-0,6	0,1	1,7
France (4)	1,8	0,7	0,7	2,7
Royaume-Uni (1)	2,3	1,6	0,7	3,0

245

(*) Estimations OCDE pour 1995. (1) Prix 90 (2) Prix 91 (3) Prix 92 (4) Prix 80

Sources : Comptes Nationaux.

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

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	3,0	3,0	2,6	2,8
Japon	1,9	1,2	0,7	-0,2
Allemagne	5,1	4,5	2,7	1,8
<i>Ex RFA</i>	4,0	3,6	2,6	1,8
France	2,4	2,1	1,7	1,8
Royaume-Uni	3,7	1,6	2,5	3,4

Sources : Comptes Nationaux.

Tableau 4 :
Investissement logement des ménages (taux de croissance annuel, volume)

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	16,6	7,6	10,8	-2,3
Japon	-6,8	2,2	9,1	-5,6
Allemagne	9,4	0,8	8,0	1,3
France	-3,1	-8,4	1,1	3,3
Royaume-Uni	2,9	4,3	6,3	1,3

Sources : Comptes Nationaux.

Tableau 5 :
Part du revenu du capital dans la valeur ajoutée des entreprises (1)

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	33,6	33,6	33,8	33,5
Japon	33,8	33,4	32,7	32,0
Allemagne	33,3	33,4	35,0	36,0
France	38,2	37,8	39,4	39,7
Royaume-Uni	27,7	29,9	31,0	31,5

(1) Une partie des revenus a été imputée aux travailleurs indépendants.
Source : OCDE.

Tableau 6 :
Épargne nationale (en % du PIB)

	1992	1993	1994	1995(*)
Etats-Unis	14,6	14,9	16,2	16,5
Japon	34,0	32,5	31,2	32,0
Allemagne	21,5	19,6	20,3	20,0
France	19,9	18,1	19,0	19,7
- épargne privée	20,3	20,7	21,4	21,7
Royaume-Uni	12,8	12,6	13,5	13,4

(*) Estimations pour 1995
Sources : OCDE, estimations CDC.

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

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	1,9	6,4	9,8	9,7
Japon	-5,6	-10,3	-6,0	3,1
Allemagne (1)	-4,4	-14,2	-0,9	2,4
France	-1,6	-8,1	1,7	3,9
Royaume-Uni	-6,2	-0,4	2,1	1,9

(1) Investissement en biens d'équipement.
Sources : Comptes Nationaux.

Tableau 8 :
Soldes publics (en % du PIB)

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	-4,7	-3,9	-3,0	-2,3
Japon	1,4	-1,6	-2,1	-3,9
Allemagne (1)	-2,8	-3,5	-2,5	-3,5
France	-4,0	-5,8	-5,8	-5,0
Royaume-Uni	-6,3	-7,8	-6,8	-5,7

(1) Administrations publiques y.c. sécurité sociale, hors entreprises publiques, optique comptabilité nationale, y.c. soldes des chemins de fer depuis 1994 et celui des fonds de dettes héritées depuis 1995.
Sources : OCDE, Comptes Nationaux pour les USA.

Tableau 9 :
Soldes courants (en milliards de dollars)

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	-62	-100	-151	-153
Japon	112	132	131	111
Allemagne	-21	-17	-23	-19
France	4	9	8	17
Royaume-Uni	-17	-17	-3	-12

Sources : Comptes Nationaux.

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

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis				
Monnaie et dépôts à vue	4,0	4,1	4,0	3,4
Placements à terme et à vue	12,7	11,4	11,0	10,0
Obligations	9,8	9,3	10,8	9,7
OPCVM	6,5	7,5	7,7	8,1
Actions(1)	32,4	32,5	31,3	33,0
Assurance vie et fonds de retraite	27,1	27,8	28,2	28,7
Total	92,5	92,7	92,9	92,9
Allemagne				
Monnaie et dépôts à vue	9,0	8,9	9,0	8,8
Placements à terme et à vue	33,9	33,4	32,4	31,2
Bausparkassen	3,7	3,5	3,5	3,3
Obligations	14,8	14,5	14,2	15,9
OPCVM	5,7	6,4	7,5	7,6
Actions	4,7	5,6	5,2	5,3
Assurances	20,3	20,1	21,0	21,3
Total	92,1	92,6	92,9	93,4
France				
Monnaie et dépôts à vue	10,8	9,1	9,5	9,5
Placements à terme et à vue	23,5	22,5	25,2	26,6
Obligations	4,8	4,7	4,4	4,9
OPCVM	15,2	13,3	12,0	10,0
Actions(2)	27,8	32,3	28,1	26,9
Assurances	14,4	14,8	17,6	19,4
Total	96,4	96,7	96,8	97,3
Japon				
Liquidités	58,6	58,5	58,8	59,1
Obligations	4,8	4,2	4,0	3,7
Trusts	5,3	5,2	5,0	4,6
OPCVM	4,2	3,7	3,1	3,2
Actions	6,8	7,3	7,5	7,2
Assurances	20,3	21,1	21,6	22,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Actions totales (corporate et non corporate)

(2) Actions cotées et non cotées pour les chiffres français

Source : Comptes financiers nationaux.

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

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	3,8 <i>0,8</i>	3,2 <i>0,2</i>	4,7 <i>2,1</i>	6,0 <i>3,2</i>
Japon	4,4 <i>2,5</i>	3,0 <i>1,8</i>	2,3 <i>1,6</i>	1,2 <i>1,4</i>
Allemagne	9,4 <i>4,3</i>	7,2 <i>2,7</i>	5,3 <i>2,6</i>	4,4 <i>2,6</i>
France	10,2 <i>7,8</i>	8,4 <i>6,3</i>	5,8 <i>4,1</i>	6,5 <i>4,7</i>
Royaume-Uni	9,6 <i>5,9</i>	5,9 <i>4,3</i>	5,5 <i>3,0</i>	6,7 <i>3,3</i>

Source : Datastream.

Tableau 12 :
Taux à 10 ans (moyennes annuelles. En italique taux réels)

	1992	1993	1994	1995
Etats-Unis	7,0 <i>4,0</i>	5,9 <i>2,9</i>	7,1 <i>4,5</i>	6,6 <i>3,8</i>
Japon	5,2 <i>3,3</i>	4,2 <i>3,0</i>	4,2 <i>3,5</i>	3,4 <i>3,6</i>
Allemagne	7,8 <i>2,7</i>	6,5 <i>2,0</i>	6,9 <i>4,2</i>	6,8 <i>5,0</i>
France	8,6 <i>6,2</i>	6,8 <i>4,7</i>	7,2 <i>5,5</i>	7,5 <i>5,7</i>
Royaume-Uni	9,1 <i>5,4</i>	7,4 <i>5,8</i>	8,0 <i>5,5</i>	8,2 <i>4,8</i>

Source : Datastream.

Tableau 13 :
Cours et rendements boursiers (cours moyens. En italique rendements réels)

	1992	1993	1994	1995
Dow Jones	3 284 <i>9,1</i>	3 525 <i>4,3</i>	3 793 <i>5,0</i>	4 496 <i>15,7</i>
Nikkei	18 179 <i>-26,5</i>	19 104 <i>3,9</i>	19 917 <i>3,6</i>	17 384 <i>-12,5</i>
C. Bank	1 850 <i>-4,2</i>	2 000 <i>3,6</i>	2 295 <i>12,1</i>	2 254 <i>-3,6</i>
CAC40	1 853 <i>2,7</i>	2 020 <i>6,9</i>	2 057 <i>0,1</i>	1 872 <i>-10,8</i>
FTSE	2 562 <i>2,1</i>	2 964 <i>14,1</i>	3 141 <i>3,5</i>	3 353 <i>3,3</i>

Source : Datastream.