

Centre de Recherche pour l'Etude et l'Observation des Conditions de Vie
Crédoc

CREDOC
BIBLIOTHÈQUE

Collection
des rapports

Novembre 1988

N° 47



Le taux d'épargne des ménages
dans cinq grands pays de l'O.C.D.E.

Problèmes de mesure et analyse
sur le moyen terme



Crédoc - Collection des rapports.
N° 47. Novembre 1988.

CREDOC•Bibliothèque



Alain GALIBERT

A 130

**LES TAUX D'EPARGNE DES MENAGES DANS
CINQ GRANDS PAYS DE L'OCDE**

Problèmes de mesure et analyse sur le moyen terme

Alain GALIBERT

avec la collaboration de Jean Le DEM

*Etude réalisée pour le
Commissariat général du plan*

Subvention n° 50.86

Novembre 1988

"Le présent document constitue le rapport scientifique d'une recherche financée par le Commissariat général du plan (subvention n° 50.86). Son contenu n'engage que la responsabilité de ses auteurs"

"Le présent document est microfiché au Centre de documentation de Sciences humaines du C.N.R.S. Toute autre reproduction, même partielle, est subordonnée à l'accord des auteurs".

SOMMAIRE

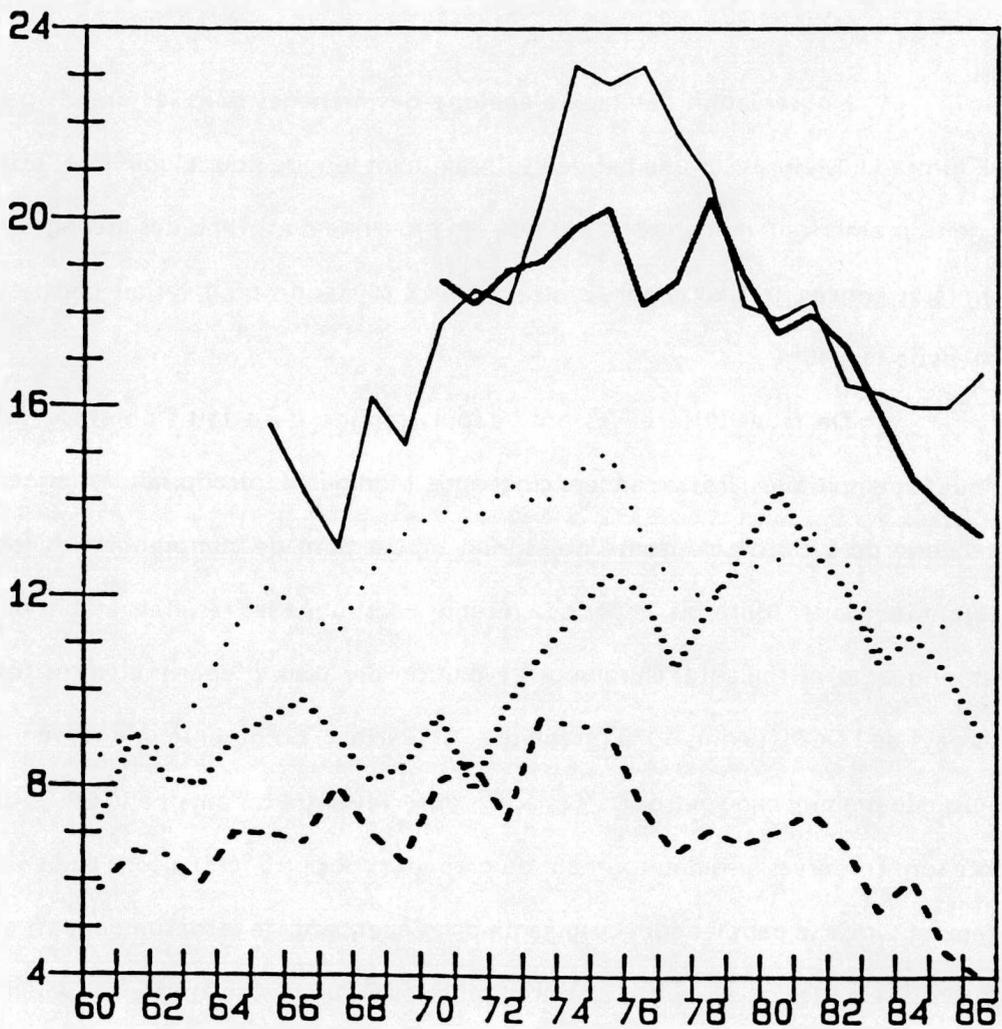
INTRODUCTION.....	1
PREMIERE PARTIE : L'HARMONISATION DES TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES.....	6
I. Eliminer les biais statistiques comptables.....	7
II. Taux d'épargne, protection sociale et consommation de services non marchands.....	11
II.1 Epargne des ménages et système de retraite.....	11
II.2 Epargne des ménages et économie non marchande.....	20
III. Une approche économique du taux d'épargne.....	23
III.1 Epargne et biens durables.....	23
III.2 Taux d'épargne, inflation et variation de la richesse.....	29
IV. Un premier bilan.....	49
DEUXIEME PARTIE : DEUX APPLICATIONS EMPIRIQUES.....	51
I. L'interprétation des différences.....	51
I.1 L'hypothèse du cycle de vie.....	52
I.2 Une illustration.....	55
II. Correction des taux et comportement des ménages : un test économétrique sur les Etats-Unis	57
II.1 Le modèle	57
II.2 Les résultats.....	66
CONCLUSION.....	72

INTRODUCTION

L'observation des taux d'épargne des ménages dans les grands pays de l'OCDE surprend. Mesurés sur une période suffisamment longue pour éliminer les effets de cycles, le taux américain ne dépassait pas 6 % en moyenne du revenu des ménages sur les dix dernières années, le taux japonais atteignait 18 %, tandis qu'il variait dans les pays européens de 11 à 15 %.

De telles différences ont depuis longue date fait l'objet de travaux théoriques et empiriques. Dès les années cinquante, Modigliani introduisait les fondements de la théorie du cycle de vie dont l'objet était précisément de comprendre les facteurs structurant les écarts. Toutefois, la période récente questionne les résultats établis dans les années cinquante et soixante. Observons l'évolution des taux d'épargne dans les cinq grands pays de l'OCDE depuis 1970 (graphique 1). Partout, on observe une remontée des taux jusqu'au premier choc pétrolier. Les écarts observés entre les pays pendant les années soixante sont conservés jusqu'au tournant du premier choc pétrolier. Partout également, le mouvement s'inverse dans les années soixante-dix. Cependant, le retournement est plus ou moins tardif selon les pays.: plutôt au début pour les Etats-Unis, la France et l'Allemagne, plus tardivement au Japon et au Royaume-Uni. Le ratio britannique, est proche du taux américain en début de période puis continue de croître entre les deux chocs pétroliers: l'écart se creuse entre les deux pays, mais disparaît en revanche entre le Royaume-Uni et l'Allemagne. Le taux français connaît une évolution voisine de celle du taux japonais au début et à la fin des années soixante-dix, mais s'en écarte également entre les deux chocs pétroliers. Enfin, les évolutions sont plus contrastées dans les années quatre-vingt. La chute accélère en France, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Le ratio augmente en Allemagne, tandis qu'il semble être stabilisé au Japon.

Graphique 1
Comparaison des taux d'épargne des menages



Ratios des comptes nationaux

Japon

Allemagne

France

Royaume-Uni

Etats-Unis

TABLEAU 1 : CAPACITE DE FINANCEMENT DE LA NATION ET EPARGNE DES AGENTS PRIVES

en pourcentage du PIB

		CAPACITE	CAPACITE	CAPACITE DE FINANCEMENT DES			
		DE	DE	AGENTS PRIVES			
		FINANCEMENT	FINANCEMENT		EPARGNE	EPARGNE	INVESTIS-
		DE LA	DES	TOTAL	DES	DES	SEMENT
		NATION	ADMINISTRA-		MENAGES	SOCIETES	PRIVE
			TIONS				
ETATS-UNIS	1977-1980	- 0,1	- 0,5	0,4	6,1	12,3	18,0
	1981-1985	- 1,2	- 3,0	1,7	6,0	12,1	16,4
	1985	- 3,0	- 3,4	0,4	4,9	12,0	16,5
	1986	- 3,5	- 3,6	0,1	4,9	11,5	16,3
JAPON	1977-1980	0,3	- 4,6	4,9	15,0	14,3	24,3
	1981-1985	1,9	- 2,8	4,7	13,1	14,3	22,7
	1985	3,6	- 0,8	4,5	12,5	14,8	22,7
RFA	1977-1980	- 0,3	- 2,6	2,3	8,2	11,4	17,3
	1981-1985	0,7	- 2,5	3,2	8,0	11,4	16,2
	1985	2,3	- 1,2	3,4	7,5	11,9	15,9
	1986	4,0	- 1,2	5,2	7,9	nd	nd

Source: base MIMOSA

Au total, les écarts entre les pays se creusent. Non seulement les niveaux, mais aussi les évolutions sur le moyen terme dégagent des différences importantes entre les cinq pays. Le constat rejoint l'inquiétude des responsables de la politique économique. Les années quatre-vingt sont également la période de creusement des déséquilibres extérieurs, entre les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne. Car à côté des déficits publics, l'hétérogénéité apparente de l'effort d'épargne des ménages reste la seule explication des déséquilibres (tableau 1). Comment l'interpréter? Reflète-t-elle des différences réelles dans les comportements des ménages ou plus simplement ne serait-elle pas une conséquence de la difficulté qu'ont les comptes nationaux pour mesurer l'épargne. L'agrégat est en apparence simple (la fraction non consommée du revenu disponible). Pourtant, l'utiliser en comparaison internationale pose de grandes difficultés sur lesquelles butent les études comparatives. Plusieurs travaux récents ont essayé d'explorer l'incidence des biais de mesure (BLADES 1983). Mais le nombre important de pays étudiés et les difficultés statistiques ont limité la portée des corrections apportées. A l'opposé, les approches plus analytiques (GRAHAM 1987, KESSLER 1987) mettent l'accent sur les déterminants plus économiques des comportements des ménages. Elles présentent l'inconvénient d'utiliser les évaluations nationales des taux d'épargne..

La démarche choisie ici, avant tout pragmatique, cherche à pallier ces inconvénients. La question centrale ne s'écarte pas des préoccupations des travaux existants. Peut-on interpréter les différences des taux d'épargne dans un échantillon de pays comme reflétant des comportements hétérogènes des ménages, où les écarts ne font-ils que refléter l'hétérogénéité des méthodes comptables. Partant des écarts observés sur les taux d'épargne des cinq grands pays de l'OCDE (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France et Royaume-Uni), elle cherche à éliminer les biais de mesure. Elle s'inspire de l'étude de BLADES tout en élargissant l'harmonisation à des facteurs plus macro-économiques et financiers qu'institutionnels et comptables. Au fur et à mesure des corrections s'affirme une définition de l'épargne fondée sur une perception rationnelle que pourraient en avoir les ménages. Elle tente ainsi de faire un pont entre les approches statistiques et les études de comportement. Une attention particulière est portée à l'incidence des calculs non plus sur

les niveaux moyens observés mais sur les tendances des taux d'épargne sur le moyen terme. Puis dans un deuxième temps, les calculs sont mobilisés pour une tentative d'interprétation des différences observées. Le cadre théorique de la comparaison est développé à travers une discussion des travaux récents et une illustration qualitative est proposée. Enfin, la comparaison est complétée par l'étude du cas américain dont l'évolution singulière dans les années quatre-vingt se prête bien à une tentative de vérification économétrique de la démarche adoptée pour les cinq pays..

Le plan de l'étude reflète la pluralité des méthodes utilisées. La première partie regroupe l'ensemble des corrections statistiques effectuées. Puis, la deuxième partie confronte la théorie avec les résultats obtenus. Les questions soulevées par l'interprétation sont ensuite traitées dans l'étude du cas américain.

PREMIERE PARTIE: L'HARMONISATION DES TAUX D'EPARGNE DES MENAGES

Il est courant de mettre l'accent sur les problèmes d'harmonisation comptable. La confrontation directe des ratios publiés dans les comptes nationaux est impossible et requiert de corriger les opérations du compte de revenu des ménages. Eliminer ces différences sera donc le premier objet de cette partie. Cependant, se posent également de nombreuses difficultés liées non plus aux problèmes strictement comptables, mais aux différences des contextes institutionnels des différents pays. Par institutionnels, on entend ici des caractéristiques aussi variées que la couverture des dépenses de santé, les modes d'imposition, le financement des retraites etc... c'est à dire l'ensemble des facteurs susceptibles de biaiser une approche structurelle du comportement d'épargne des ménages et liés au rôle de l'Etat dans l'économie. Enfin, les conditions macro-économiques propres à chaque pays sont également susceptibles d'engendrer des différences qui peuvent dépasser la dimension conjoncturelle. Ainsi, l'inflation agit sur l'épargne, et les écarts d'inflation observés sur le moyen terme entre les pays biaisent l'appréciation des comportements. De même, la période récente a révélé l'importance des effets de richesse dans la détermination de l'épargne courante. Une approche plus patrimoniale de l'épargne pourra ainsi selon les pays déboucher sur une vision assez différente des comportements. Ces différents éléments se retrouvent fréquemment dans les travaux nationaux de modélisation de l'épargne. L'objectif ici est de construire des corrections permettant une comparaison internationale sur le moyen terme. On essaie de conserver une cohérence comptable à chaque stade de la démarche, ce qui permet de cumuler les calculs et d'intégrer les corrections, qu'elles soient comptables, macroéconomiques, ou institutionnelles. On cherche ainsi à éliminer par étapes successives

les illusions de toute nature qui biaisent l'observation. On dérivera ainsi progressivement d'une approche traditionnelle de l'épargne en flux vers une conception patrimoniale de l'épargne. Afin de rendre la démarche transparente, les corrections sont divisées en trois familles reprenant les distinctions précédentes (comptables, institutionnelles et macro-financières). A chaque étape sont présentés les raisons motivant la correction, les principes puis les résultats des calculs. Pour des raisons de disponibilités statistiques, l'approche de moyen terme est calée sur la période 1977-1986.

I ELIMINER LES BIAIS STATISTIQUES COMPTABLES

On peut s'étonner d'une telle démarche dans la mesure où tel est le but a priori d'organismes internationaux comme l'OCDE ou, pour les pays européens comme la CEE. Dans la réalité, l'harmonisation statistique étant à la charge des instituts statistiques de chaque pays, des biais importants demeurent.

Le taux d'épargne est bien entendu calculé partout à partir du compte d'utilisation du revenu des ménages. Il est simplement le ratio de l'épargne, définie comme la partie non consommée du revenu disponible, sur ce revenu. Les différences statistiques sont concentrées dans la définition du revenu disponible. Deux écarts majeurs sont traités ici : l'amortissement du stock de capital des ménages et le traitement des entrepreneurs individuels.

Aux Etats-Unis, au Japon et en RFA, les comptables nationaux calculent le taux d'épargne à partir d'un revenu disponible net. On déduit donc du revenu effectivement constaté la fraction amortie chaque année du capital physique détenu par les ménages. Si la référence à ce revenu net est l'objet de discussion, on peut admettre qu'elle se justifie par le fait que l'amortissement ne correspond pas réellement à un revenu, mais plutôt à des dépenses obligatoires pour maintenir le stock de capital existant. M a i s sur le plan des comparaisons internationales, cette correction se heurte à de nombreux obstacles concrets. Le premier tient à la définition du stock de capital détenu par les

ménages. Pour les comptables allemands, les ménages au sens strict ne détiennent aucun capital, même s'il s'agit d'un logement. Ils sont en effet traités comme des entreprises productrice de services de logement. Dans les autres pays, il peut s'avérer difficile d'isoler le capital fixe des entrepreneurs individuels. Par ailleurs, les méthodes et conventions retenues dans chaque pays pour évaluer la durée de vie du capital et sa loi de mortalité diffèrent sensiblement. Enfin, certains pays comme les Etats-Unis incluent dans l'amortissement une évaluation de la dépréciation économique du bien. Pour toutes ces raisons, il est préférable de raisonner sur des données brutes lorsqu'on fait une comparaison internationale.

Dans ces conditions, la nécessité d'exclure toutes les opérations productives des entrepreneurs individuels des autres activités des ménages se trouve renforcée. En particulier, il faut éviter de comptabiliser en revenu ce qui est formation de capital non résidentiel. Pour ce faire, on adopte la convention consistant à affecter au ménage un revenu égal à l'excédent brut d'exploitation une fois déduites la FBCF, les variations de stocks, les plus-values sur stocks et les dépenses courantes liées à la production (intérêts, primes d'assurance-dommages).

Cette dissociation peut paraître relativement artificielle car par définition l'entrepreneur individuel n'a pas de comptabilité séparée pour son activité productive. Elle seule rend possible néanmoins l'harmonisation des comptes des ménages. Ceci est d'autant plus important que la proportion d'entrepreneurs individuels et que leurs caractéristiques diffèrent fortement d'un pays à l'autre. En pratique, cette dissociation n'est cependant pas toujours disponible au même niveau de détail. Le nombre d'opérations spécifiques des entrepreneurs individuels est important dans la comptabilité nationale française, il l'est moins aux Etats-Unis et au Japon. En RFA, le traitement comptable se résume à un seul poste de transferts vers les ménages dont la fonction semble aussi d'harmoniser les comptes réels et les comptes financiers. Il doit néanmoins être proche de la correction proposée ici dans la mesure où les ménages n'ont par convention aucune activité d'investissement. Néanmoins, les conventions comptables sous-estiment l'épargne logement des ménages (DeutscheBundesbank 1987). Au total, la correction effectuée ne semble négliger que des

postes mineurs pour certains pays, comme le solde des intérêts versés par les entrepreneurs individuels.

L'harmonisation touche à des limites statistiques dans d'autres domaines, comme celui du traitement d'un certain nombre d'institutions gravitant autour des ménages. Les organisations à but non lucratif qu'on appelle ici administrations privées sont regroupées avec les assurances en France; elles sont isolées au Japon. En revanche, les comptables nationaux des trois autres pays les intègrent aux ménages. Cette différence de traitement n'est pas source de biais importants. Il en va tout autrement des fonds de pensions privés. Organismes gérés au service des particuliers qui disposent de droits certains sur leur capital, ils sont, soit inclus dans les ménages (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni où leur importance dans les régimes de retraite est forte), soit exclus comme en France et en RFA où leur part est négligeable. Les statistiques ventilant leurs opérations spécifiques n'étant pas disponibles, on ne peut pas les exclure. Et les inclure risque de gonfler artificiellement l'épargne des ménages là où ces réserves de retraite dominent. Il ne s'agit pas ici d'un pur biais statistique, mais d'une différence institutionnelle à laquelle on tente plus loin d'apporter une solution globale.

Enfin, des corrections mineures ont été opérées dans certains pays. Aux Etats-Unis par exemple, le traitement de la production imputée de services bancaires est original : considérée dans les autres pays comme une consommation intermédiaire non ventilée de l'ensemble des branches, elle est affectée ici à la consommation de tous les agents, et une partie vient gonfler le revenu disponible et la consommation des ménages américains. La fiscalité locale est l'objet de rectifications également, lorsqu'elle est assimilée à une consommation non marchande au Royaume-Uni, ou à l'inverse lorsque certains paiements partiels sont traités en impôts aux Etats-Unis. Telle est donc la définition des taux d'épargne retenue ici, sensiblement plus comparable d'un point de vue purement comptable que les chiffres officiels (tableau 2). Le passage à des taux bruts relève de un à deux points les taux américains et japonais, valeur qui correspond en gros à l'amortissement du stock de capital logement, la dépréciation du stock de capital fixe des entrepreneurs individuels étant à peu près compensée par leur formation de capital. Le

taux allemand n'augmente que marginalement. Cette augmentation correspond uniquement à l'amortissement du capital des administrations privées. Les taux français et anglais baissent respectivement de 2,3 % et 1,2 %, baisse qui traduit l'exclusion du revenu des ménages de l'accumulation de capital des entrepreneurs individuels.

TABLEAU 2 : HARMONISATION COMPTABLE DES
TAUX D'EPARGNE DES MENAGES

(moyenne 1977-1986 en %)

!	!	!	*!	!	*!	!
!	! USA	! JAPON	! RFA	! FRANCE	! R.U	!
!	!	!	!	!	!	!
! (1) !Sources nationales	! 6,2	! 17,8	! 12,2	! 15,2	! 11,6	!
! !	!	!	!	!	!	!
! (2) !Brut hors FBCF des EI	! 8,3	! 19,2	! 12,4	! 12,8	! 10,0	!
! !	!	!	!	!	!	!

* moyenne 1977-1985

Sources : Comptabilités nationales et base de données MIMOSA

II TAUX D'ÉPARGNE, PROTECTION SOCIALE ET CONSOMMATION DE SERVICES NON MARCHANDS

On a mentionné une catégorie d'écarts statistiques qui dépasse le cadre comptable pour renvoyer à des spécificités institutionnelles. Il en est ainsi pour les régimes de protection sociale, les dépenses d'éducation et les modes de prélèvements obligatoires auxquels sont soumis les ménages.

II.1. Épargne des ménages et système de retraite

Les systèmes de retraite sont multiples - A l'intérieur d'un même pays, plusieurs types de régimes coexistent. Ils sont gérés soit par des organismes publics, soit par des institutions contrôlées par les entreprises, soit co-gérés par les différentes parties cotisantes. Les comptables de chaque pays ont bien du mal à transcrire cette réalité dans leurs cadres d'une façon homogène. De ce fait, l'épargne des régimes de retraites qui atteint parfois des montants considérables n'est pas traitée de la même manière selon les régimes et selon les pays. Après une brève description des régimes de retraites dans les cinq pays, on examinera les méthodes comptables utilisées au cas par cas. On proposera ensuite deux conventions alternatives pour unifier le traitement au niveau international.

a) Les différents systèmes de retraites

Deux traits majeurs caractérisent un régime de retraite : le responsabilité de gestion et l'existence de réserves. Dans ce dernier cas, le contrôle des fonds capitalisés représente une distinction toute aussi importante.

La responsabilité de gestion

Les régimes publics sont majoritaires dans les cinq pays étudiés. Mais les différences sont notables entre pays. Les régimes privés sont négligeables en France, ils distribuent presque la moitié des prestations retraites au Japon et au Royaume-Uni (tableau 3) . Au sein des régimes publics coexistent des régimes de sécurité sociale et des

régimes spécifiques des agents de l'Etat dont le fonctionnement peut être très différent. Il faut distinguer également dans les régimes privés les systèmes où les retraites sont versées par des fonds directement gérés et alimentés par les entreprises de ceux où elles sont versées par des mutuelles privées ou des organismes cogérés. Dans les premiers, il faudrait classer la totalité des régimes privés américains, japonais ou allemands. En revanche, les retraites professionnelles britanniques ("occupational schemes) s'apparentent aux secondes.

TABLEAU 3: structure des prestations retraites en 1985

	Etats-Unis	Japon**	RFA	France	Royaume-uni**
Prestations-retraites en % du PIB	8,7	5,3	11,0	12,0	10,5
- dont (en %) Régimes publics*	76,6	54,6	86,6	100	52,1
Régimes privés	23,4	45,4	13,4	-	47,9

* yc les régimes des agents de l'Etat et des entreprises publiques

** 1983*** 1981

La distinction régime privé/régime public peut par ailleurs être trop simpliste. Les systèmes privés peuvent être largement subventionnés ou assistés par l'Etat. Ainsi, au Royaume-Uni le dispositif mis en place en 1978, le SERPS (State Earnings Related Pension Scheme) combine une assurance vieillesse obligatoire versant une retraite minimale et une assurance facultative complémentaire, toutes les deux gérées par la Sécurité Sociale. Celle-ci peut se substituer aux retraites professionnelles lorsque les versements des régimes professionnels sont moins avantageux que le régime public.

Dans tous les pays, l'Etat subventionne indirectement les régimes privés par des dispositions fiscales incitatives. Ceci est particulièrement vrai en Allemagne où les grandes entreprises ont pratiqué systématiquement cette forme d'évasion fiscale en affectant une partie non négligeable de leurs profits à ces réserves. Celles-ci atteignaient en 1985 jusqu'à 50 % des fonds propres des sociétés anonymes de l'industrie manufacturière. Les aides indirectes de l'Etat affaiblissent encore la distinction entre des régimes publics/régimes privés, ce qui fonde un argument supplémentaire pour une tentative d'harmonisation des traitements des retraites.

Régimes par répartition et régimes par capitalisation

Tous les régimes publics ne sont pas des régimes par répartition. C'est le cas dans les trois pays européens étudiés ici, mais il n'en va pas de même aux Etats-Unis et au Japon. Aux Etats-Unis, les retraites des agents des collectivités locales sont assurées par un système de capitalisation. Même l'OASI n'est plus depuis la réforme de 1983 à proprement parler un régime par répartition. A la suite d'un déficit massif dans ce régime, une commission dirigée par A. Greenspan a décidé de rétablir l'équilibre par une baisse des prestations et une hausse des cotisations : l'objectif étant d'assurer l'équilibre pendant 75 ans, une constitution de réserves a été admise afin d'accumuler dès aujourd'hui les montants nécessaires pour financer des prestations qui dépasseront les cotisations à partir de 2010. Des changements dramatiques sont également intervenus dans les régimes publics japonais dans les années quatre vingt sous la pression des facteurs démographiques, mais le principe même de la constitution de réserves est plus ancien. Celles-ci représentent même un élément crucial du financement du budget de l'Etat : les fonds de retraites publiques sont placés en obligations d'Etat avec des taux d'intérêt administrés largement en-dessous des taux du marché. Ce système obligatoire de placements en obligations du Trésor existe également aux Etats-Unis, avantage non négligeable lorsqu'on connaît la croissance exponentielle de la dette publique américaine.

Les régimes privés sont partout presque exclusivement des régimes par capitalisation. Ce terme est cependant imprécis car il recouvre au moins deux types de fonctionnements très différents, les régimes par capitalisation pure (en anglais

contribution-defined pension schemes) et les régimes qui s'apparentent plus aux régimes par répartition (benefit -defined pension schemes). Les régimes par capitalisation pure sont comparables à certains produits d'assurance-vie ou au plan d'épargne retraite français. Différence essentielle cependant, ce sont les employeurs qui versent les cotisations pour le compte du salarié. Ces versements représentent une fraction du salaire fixée généralement de façon contractuelle. Le montant cumulé des cotisations est confié à une institution financière qui le fait fructifier et le verse, en une fois ou progressivement, au salarié prenant sa retraite. Dans les régimes par capitalisation du second type, les cotisations peuvent être versées par l'employeur (Etats-Unis, Japon, RFA) ou conjointement par l'employeur et le salarié (Royaume-Uni). Dans tous les cas, le montant des prestations retraites n'est pas lié au produit financier des cotisations cumulées. Elles sont versées selon des règles proches de celles utilisées dans les régimes de répartition : proportion fixe d'un salaire de référence calculé sur la base d'une moyenne (dix dernières ou dix meilleures années, ensemble de la carrière) ou système de points liés au montant total des cotisations versées, mais sans référence aux rendements des fonds. Dans ces conditions, le risque financier est assumé par le fonds, c'est-à-dire le plus souvent l'employeur lui-même. De plus, les règles définies contractuellement ne peuvent être modifiées que marginalement sur les nouveaux recrutés.

Les régimes par capitalisation pure sont nombreux aux Etats-Unis, mais leur poids dans l'ensemble des régimes privés est faible. La part des actifs détenus ne représente que 28 % des actifs totaux et cette proportion est stable dans le temps (Poterba - 1987). Au Japon, il est raisonnable d'estimer qu'ils sont la règle dans les régimes privés où leur rôle principal est de gérer les primes de départ à la retraite . Leur importance dans les pays européens est en revanche très limitée, mais pourrait s'étendre au Royaume-Uni. Depuis 1988 , une réforme prévoit en effet l'encouragement des plans d'épargne retraite individuels comme alternative aux systèmes de retraites professionnels très coûteux pour les finances publiques britanniques.

Le traitement comptable

Le SCN reste assez flou sur la question du traitement de l'épargne des fonds de retraites, mais le système européen (SEC) en donne une définition précise et satisfaisante du point de vue strictement comptable : seule l'épargne sur laquelle les ménages disposent d'un droit certain doit leur être attribuée. Cette définition qui s'appuie sur une notion juridique ne va pas sans poser un certain nombre de problèmes concrets, notamment lorsqu'il s'agit de régimes par capitalisation.

Dans le cas des régimes par capitalisation pure, la logique comptable exige que l'épargne dégagée soit rattachée aux ménages. Ces fonds leur appartiennent même si les montants sont bloqués jusqu'à la retraite. Si les ménages cotisent à ce type de fond, une augmentation de leur contribution n'affecte ni le revenu, ni l'épargne. Seule la ventilation de cette épargne est affectée. De la même façon, la rémunération de l'épargne placée dans un tel fonds de pension est par définition capitalisée, c'est-à-dire accroît l'épargne des ménages. Enfin, les prestations retraites s'analysent comme un simple transfert d'une forme d'épargne à une autre à l'intérieur de l'épargne des ménages.

Le problème est plus complexe dans le cas des régimes par capitalisation du deuxième type ("définis par les prestations"). Dans ce cas, l'épargne effective des ménages devrait être théoriquement mesurée par la variation des engagements futurs du régime de retraite vis-à-vis des ménages. Le calcul de ce montant est évalué par les organismes de gestion des retraites selon des méthodes actuarielles dont les règles sont définies par les législations de chaque pays. Prenons l'exemple des Etats-Unis. Les modalités principales de gestion des fonds de retraites ont été fixées dans l'Employment Retirement Income Security Act (ERISA) en 1974. Elles prévoient un mécanisme d'ajustement progressif des cotisations à la baisse ou à la hausse de façon à réaliser à moyen terme l'équilibre entre la variation des actifs et celle des engagements. La valeur actualisée des engagements futurs repose sur des hypothèses techniques mais aussi sur des hypothèses macroéconomiques comme le taux de croissance des revenus futurs. Le taux d'actualisation utilisé s'ajuste avec un certain délai sur les taux d'intérêt courants. Un tel mécanisme

d'ajustement a des conséquences importantes: toute hausse des actifs détenus par le fonds implique à moyen terme une baisse des cotisations versées par les employeurs.

L'épargne des régimes par répartition tend à être nulle par définition, puisqu'à tout moment cotisations et prestations s'ajustent pour tendre à l'équilibre. La réalité est parfois plus complexe, notamment dans la situation de crise que connaissent actuellement la plupart de ces régimes. Parce qu'il est politiquement plus difficile pour rétablir l'équilibre de baisser les prestations que d'augmenter les cotisations, les différences avec les régimes par capitalisation du deuxième type s'estompent quelque peu. Il serait même concevable de parler aussi d'une épargne implicite des ayant-droit gagée sur les variations d'engagements du régime à l'égard des ménages. Cette idée n'est cependant jamais retenue par les systèmes de comptabilité nationale.

Les traitement nationaux

La pratique des comptes nationaux s'écarte largement du principe défini plus haut. Aux Etats-Unis comme au Japon, les régimes de retraites publics quelqu'en soit le principe de fonctionnement sont intégrés dans les administrations. En revanche, tous les régimes privés sont considérés comme des institutions au service des ménages. L'épargne des régimes privés est donc intégralement affectée aux ménages, alors que l'épargne des régimes publics en est exclue. Au Royaume-Uni, le traitement comptable est plus logique et les régimes publics ne sont pas à priori distingués des autres. L'épargne de tous les régimes par capitalisation est attribué aux ménages au sens large (personal sector) mais en est exclue dans une définition plus restrictive (households sector). En RFA, l'épargne des régimes privés reste dans l'épargne des entreprises. Ce choix se justifie par la maîtrise par les entreprises des réserves constituées. Mais dans aucun des cas, n'est calculée la variation des engagements futurs des régimes de retraites par capitalisation vis-à-vis des ménages. L'épargne des régimes publics par répartition est affectée aux administrations dans tous les pays où ils existent

b) Deux modalités d'harmonisation

La mesure de l'épargne des ménages incluse dans les régimes de retraite n'est donc pas chose simple. L'objectif poursuivi ici sera modeste, mais indispensable d'un point de vue comparatif et l'unification du traitement des retraites s'impose au vu des masses en jeu, même si cela doit se faire au prix de conventions arbitraires.

Traiter les régimes par répartition comme des régimes par capitalisation pure peut être une solution. Hendershott et Peek (1987) ont utilisé cette méthode pour unifier les régimes de retraites privés ou publics aux Etats-Unis. Ils proposent en conséquence d'intégrer deux éléments supplémentaires à l'épargne des ménages : les variations des réserves des fonds de pensions et l'assurance-vie gérés par l'Etat pour les salariés du secteur public, et le montant des cotisations de l'OASI, le premier élément étant d'importance limitée.

Pour l'OASI, le raisonnement des auteurs est le suivant : les cotisations s'interprètent comme une épargne donnant lieu à des versements d'intérêts, les prestations. Si on utilise un taux d'intérêt réel moyen sur longue période applicable au stock cumulé des cotisations, par exemple 3 %, on peut calculer des prestations "normales". L'écart avec les prestations effectives s'analyse alors comme un montant de transferts publics implicites. Cet écart est stable et équivaut au quart des cotisations jusqu'en 1980. Depuis cette date, le déséquilibre du régime a conduit l'Etat à décider d'un certain nombre de réductions d'avantages fiscaux. On peut donc anticiper une diminution de la part de ces transferts implicites. Les auteurs en tiennent compte en gelant en fin de période les cotisations OASI à leur niveau de 1980. Cette correction conduit donc dans son principe à convertir des régimes de répartition en régimes de capitalisation en isolant dans le montant des cotisations sociales ce qui est épargne volontaire destinée à financer les prestations retraites futures. Le solde correspond alors s'il est négatif à un transfert de l'Etat, et s'il est positif à un prélèvement obligatoire.

La démarche, pour séduisante qu'elle soit, repose sur un nombre important d'hypothèses arbitraires qui rend son utilisation très problématique, particulièrement en comparaison internationale. On préfère ici ne pas s'écarter trop de la logique comptable.

Deux harmonisations sont proposées ici, l'une restrictive, l'autre large. La première consiste à ne retenir dans l'épargne des ménages qu'une approximation de la fraction effectivement contrôlée par eux. Dans la première, seule l'épargne des fonds de retraites par capitalisation pure est attribuée aux ménages. Deux pays font l'objet de corrections. Aux Etats-Unis, on considère comme Poterba (1987) que l'épargne des fonds privés se répartit entre ménages et entreprises dans la même proportion que la part des actifs détenue respectivement dans des régimes de capitalisation pure et dans les régimes de capitalisation du deuxième type. Cette proportion sur les quinze dernières années est de 28 % - 72 %. On exclut donc 72 % de l'épargne des fonds privés. Au Royaume-Uni, les salariés et les employeurs étant cogestionnaires de leurs cotisations réciproques, on affecte aux employeurs l'épargne des fonds de toute origine au prorata du montant de leurs cotisations.

La deuxième harmonisation est donnée à titre de comparaison. Elle intègre dans le compte des ménages l'ensemble de l'épargne des régimes de retraites, qu'ils soient publics ou privés. On ne cherche pas ainsi à trancher la question de la nature des cotisations, mais plus pragmatiquement à intégrer les régimes gérés par d'autres agents, essentiellement l'Etat, dans le compte des ménages dont on ne peut pas extraire les fonds de pensions par capitalisation. Ce traitement a pour conséquence de réduire l'épargne là où les régimes sont déficitaires et vice-versa. La correction est exhaustive en Allemagne et relativement bonne dans les autres pays à l'exception de la France. Dans ce dernier pays, l'absence de ventilation des cotisations sociales rend la correction impossible.

c) Les résultats

Exclure une partie de l'épargne des fonds de retraites n'affectent que les taux américain et britannique (tableau 3), La correction est faible pour le premier en raison du choix de la période (1977-1986). L'épargne des régimes privés a augmentés en début de période, puis baissé sous l'effet de la poussée des taux d'intérêt, puis des cours de la bourse. L'incidence sur le taux d'épargne est loin d'être négligeable. Selon Munnel (1987), le taux d'épargne mesuré dans les comptes nationaux aurait été de 5,3 % en 1986, contre 4,3 % si les taux de cotisations avaient été maintenus. Au Royaume-Uni en revanche, la correction est forte et fait chuter le taux en dessous du taux américain. L'épargne des régimes par capitalisation, qu'ils soient publics ou privés est importante et ne décroît qu'en fin de période. En exclure les deux tiers a une incidence importante. La deuxième harmonisation proposée, inclure la totalité de l'épargne retraite, ne modifie pas la hiérarchie, mais les taux américains et japonais gagnent plus de un point grâce aux soldes positifs des régimes par capitalisation publics. Seul le taux allemand baisse légèrement.

TABLEAU 4: HARMONISATION INSTITUTIONNELLES DES TAUX D'EPARGNE

(moyenne 1977-1986 en %)

	USA	JAPON	RFA	FRANCE	R.U
(2) Référence :					
! Brut hors FBCF des EI **	8,3	19,2	12,4	12,8	10,0
(3) (2) - fraction de l'épargne					
! retraite privée	8,0	19,2	12,4	12,8	7,0
(4) (2) avec la totalité de					
! l'épargne retraite	9,2	20,6	11,7	12,8	10,3
(5) (3) + correction santé	7,8	19,1	11,3	12,7	6,5
(6) (5) + correction éducation	7,3	17,8	10,6	11,8	6,1
(7) (6) + correction impôts					
! consommation	8,1	19,1	12,3	14,0	7,5

* moyenne 1977-1985

** cf Tableau 2 ligne (2)

II.2. Epargne des ménages et économie non marchande

L'analyse par produit de la consommation fait apparaître des différences entre les pays sur des postes étroitement dépendants du caractère marchand ou non marchand du bien ou service dépensé. Il s'agit essentiellement des dépenses de santé et d'éducation. Par ailleurs, les produits consommés par les ménages supportent dans les pays sous revue une fiscalité très hétérogène. Ces deux éléments introduisent, on va le voir, des perturbations non négligeables sur les niveaux des taux d'épargne.

a) Les dépenses de santé

Le récent changement de base dans la comptabilité nationale française a augmenté sensiblement le taux d'épargne des ménages qui passe de 15,2 % à 17,2 % sur la période 1977-1985. La principale cause de ce changement paraît anodine : les hôpitaux publics qui en base 1971 étaient recensés dans la sphère marchande ont été intégrés dans les branches non marchandes. Du point de vue du SEC, cette correction est justifiée car le prix payé par le malade pour un service d'hospitalisation représente un pourcentage très faible en regard du coût réel. Ceci a une conséquence importante : une partie de la consommation de services de santé est passée des ménages aux administrations publiques. Dans le même temps, le revenu des ménages a été amputé des prestations-maladie qui constituaient la contrepartie des dépenses précédentes dans l'ancien système. Comme revenu et consommation ont été diminués d'un montant identique, l'épargne des ménages n'a pas changé. Mais puisque le dénominateur du ratio est maintenant plus faible, le taux d'épargne est plus élevé dans la nouvelle base.

Les comparaisons internationales des taux d'épargne peuvent souffrir d'une différence aussi minime a priori que le mode de remboursement des frais de maladie. Ainsi, les dépenses publiques de santé représentaient en 1985 0,5 % du PIB en France dans l'ancienne base 0,4 % au Japon et 1,5 % aux Etats-Unis, mais 4,8 % au Royaume-Uni et 6,5 % en RFA. Preuve d'un réel problème statistique, les prestations-maladie, toujours en pourcentage du PIB, suivent un ordre inverse. Ils étaient en 1985 de 8,9 % en France, 4 % au

Japon et 3 % aux Etats-Unis, mais seulement 1,1 % en Allemagne et 1 % au Royaume-Uni. La méthode d'harmonisation choisie ici consiste à réincorporer ces dépenses simultanément en consommation et en revenu des ménages.

b) Les dépenses d'éducation

Il existe d'autres services non marchands dont la consommation est entièrement imputable aux ménages. Les dépenses d'éducation en constituent une partie prépondérante. La proportion des services publics d'éducation reflète des choix sociaux importants qui peuvent avoir un impact sur l'épargne des familles. Le coût élevé des frais de scolarité est par exemple fréquemment invoqué comme l'une des raisons d'un taux d'épargne important au Japon. Mettre tous les pays sur le même plan revient comme dans le cas de la santé à intégrer les dépenses publiques d'éducation dans le revenu et la consommation des ménages. Pour ce calcul, l'ensemble des dépenses d'éducation ont été pris en compte, qu'elles soient de consommation finale ou d'investissement. Le choix s'explique pour des raisons statistiques. D'un point de vue économique, il est plus discutable d'intégrer des dépenses en capital dans un poste de consommation. Cependant, la consommation de service ne se limite pas aux dépenses de fonctionnement et doit intégrer un coût d'utilisation des équipements. La valeur des dépenses en capital peut représenter ce coût dans une analyse de longue période. Comme les statistiques nationales ne font pas apparaître des différences tranchées entre pays (rapportées au PIB, elles oscillent entre 4,3 % au Royaume-Uni et 5,7 % en France), la correction aura des effets minimes sur la hiérarchie des taux.

c) Les impôts sur la consommation

De façon symétrique, la fiscalité indirecte joue un rôle implicite important dans les niveaux de taux d'épargne. Prenons un exemple numérique : un revenu des ménages avant impôts est de 100. 20 sont versés en impôts et 10 épargnés. S'il s'agit d'un prélèvement direct, le taux d'épargne calculé avec le revenu disponible sera de 12,5 % ; s'il s'agit d'un impôt sur la consommation, il ne s'élèvera qu'à 10 %, soit 2,5 % de différence. Or, le poids de la fiscalité sur la consommation varie. Il est faible aux Etats-Unis et au Japon

où la taxe sur la valeur ajoutée n'existe pas, plus élevé dans les pays européens, et tout spécialement en France. Cependant, évaluer le montant d'impôts (nets des subventions) que les ménages payent sur la consommation est un exercice difficile. Seul le Royaume-Uni fournit dans les comptes nationaux une ventilation des impôts sur la dépense finale, après imputation des impôts sur consommations intermédiaires. Dans les autres pays, et suivant BLADES (1983), on a supposé que le consommateur supportait l'ensemble des taxes indirectes nettes des subventions. L'approximation ne semble pas gênante. Harmoniser la fiscalité consiste ici à considérer tous les impôts comme des prélèvements obligatoires et à exclure les impôts indirects du revenu disponible des ménages. Traduite en termes de comportements individuels, la correction suppose que les ménages restent insensibles à toute modification anticipée de la structure des impôts auxquels ils sont soumis.

Les résultats

La correction santé emboîtée sur la premier correction retraite - a priori plus satisfaisante - fait chuter les taux puisque le revenu des ménages est augmenté des services publics de santé voir le tableau 4 page 19). La baisse est fonction de l'importance du poste et du niveau initial du taux. Elle est forte en Allemagne et au Japon. Le taux français en ancienne base est à peine affecté. Enfin, exclure les impôts indirects du revenu disponible des ménages fait remonter les taux dans tous les pays. L'augmentation est forte dans les pays européens en raison du poids de la TVA. Elle dépasse même deux points en France. La comparaison des taux harmonisés peut sembler décevante. A l'exception de la France, les corrections se rapportant à la sphère non marchande se compensent entre elles et les taux harmonisés sont proches des valeurs de départ. Tout se passe en fait comme si les pays à forte consommation publique de services d'éducation et de santé financiaient les dépenses par des impôts sur la consommation plus élevés qu'ailleurs.

III. UNE APPROCHE ECONOMIQUE DU TAUX D'EPARGNE

Sur deux points importants la définition comptable de l'épargne traduit mal la perception économique qu'en ont les ménages. Le premier concerne l'achat de biens durables traités comme pure consommation et non comme investissement, le deuxième l'inflation dont l'incidence sur la richesse des ménages est ignorée par les mesures traditionnelles. Dans les deux cas, l'erreur commise biaise une comparaison entre les pays.

III.1 Epargne et biens durables

Les méthodes comptables usuelles aboutissent à un résultat paradoxal. Un produit comme l'automobile est considéré comme investissement si l'acheteur qui l'utilise est une entreprise, comme consommation s'il s'agit d'un ménage. Pourtant, dans les deux cas, le bien n'est pas instantanément détruit par son utilisation. Le ménage, comme dans le cas d'un achat de logement, ne consomme que les services produits par le bien. Le classement par les comptes nationaux des achats de biens durables en consommation et non en épargne apparaît à priori arbitraire. Il est d'ailleurs davantage justifié par des préoccupations statistiques que par des considérations théoriques : mesurer la valeur marchande des services d'une machine à laver est plus malaisé qu'évaluer les services fictifs que se rend le propriétaire d'un logement à lui-même. Dans ce dernier cas, et contrairement à la situation des biens durables à l'exception de l'automobile, il existe un marché "secondaire" locatif dont la taille et la liquidité permettent une évaluation du service. La tâche est plus ardue pour les biens durables, ce qui explique le parti pris dans les comptes nationaux. L'objectif est alors d'assurer la fiabilité du profil temporel de l'épargne et cela rend délicat l'imputation supplémentaire de revenu et consommation qui serait chiffrer sans grande précision et altérerait l'information initiale. L'argument disparaît dans

une comparaison internationale sur le moyen terme. L'accent étant mis sur les niveaux plus que les évolutions, la difficulté statistique peut être contournée au prix de quelques hypothèses raisonnables (voir ci-dessous). La correction proposée permet alors de dériver vers une approche de l'épargne incorporant le comportement d'accumulation des ménages.

Des différences importantes entre les pays

Des cinq pays étudiés, seule la RFA ne fournit pas de statistiques des dépenses des ménages classées par durabilité. La consommation de biens durables a été reconstituée grâce à la ventilation en douze produits fournis par l'Office fédéral des statistiques en utilisant, lorsque cela était nécessaire, des clefs de ventilation tirées des statistiques françaises.

Exprimés par rapport à la consommation totale, les biens durables représentaient en 1985 15,4 % en Allemagne et 13,7 % aux Etats-Unis. Ceux-ci n'atteignaient pas 10 % au Royaume-Uni et représentaient 8,7 % des dépenses des ménages en France et seulement 5,8 % au Japon. Les écarts surprennent par leur ampleur et ne peuvent s'expliquer par des approximations statistiques. Ils renvoient soit à des effets puissants de prix relatifs, soit à des différences dans les comportements d'achat des ménages.

Le tableau suivant permet de défricher la question. Les prix des catégories de biens sont établis en parité de pouvoir d'achat, ce qui permet de normer la comparaison à la fois en niveau absolu (chiffre du haut) et en position relative du produit par rapport au niveau général des prix dans chaque pays (chiffre du bas entre parenthèses).

TABLEAU 5

Prix des biens durables selon un indice base 100 pour la CEE 12

(source Eurostat)

	Matériel de transport	Equipement ménager	Equipement de loisirs	Consommation totale
ETATS-UNIS	110.4 (83.4)	114.3 (86.4)	112.1 (84.7)	132.3
JAPON	87.4 (73.4)	118.9 (99.9)	105.0 (88.2)	119.0
RFA	91.4 (79.3)	101.2 (87.8)	103.8 (94.5)	115.2
FRANCE	100.7 (91.7)	111.1 (101.2)	113.5 (103.4)	109.8
ROYAUME-UNI	113.4 (116.5)	101.5 (104.3)	94.4 (97.0)	97.3
CEE 12	100 (100)	100 (100)	100 (100)	100 (100)

Comparé à la situation des autres pays, le prix du matériel de transport paraît bas au Japon, tant en niveau qu'en structure. L'indicateur suggère sur cette catégorie de bien un effet de prix cohérent avec le poids limité des biens durables dans la consommation. L'argument s'atténue lorsqu'on examine les autres produits: la hiérarchie entre les pays s'inverse sur les biens d'équipement ménager ou dits de "loisirs". La France et les Etats-Unis paraissent en situation plus favorable. Si un effet de prix subsiste au niveau agrégé, il ne peut constituer le seul facteur explicatif. Les écarts observés entre les pays reflèteraient alors des préférences nationales de structures dans les comportements d'achats.

c) La correction

Un seul organisme officiel, la Réserve fédérale américaine, publie des statistiques officielles de taux d'épargne incorporant les biens durables. Une étude d'Hayashi (1986) a par ailleurs comparé des taux d'épargne ainsi corrigé pour les Etats-Unis

et le Japon. L'écart des taux entre les deux pays était ainsi spectaculairement diminué du fait de la forte propension américaine à investir en biens durables comparée au comportement des ménages japonais. Cependant, on verra ci-dessous que l'incidence de la correction a sans doute été surestimée.

Les données utilisées ici concernent uniquement les séries de consommation en biens durables. La correction porte dans chaque pays simultanément sur la consommation et le revenu:

. Les dépenses de biens durables sont retranchées de la consommation des ménages. En revanche, on ajoute à l'agrégat l'évaluation des services consommés.

. Le revenu est également augmenté de la consommation de services. L'épargne est comme précédemment calculée par solde.

En appelant $s = \frac{S}{Y} = 1 - \frac{C}{Y}$ le taux d'épargne initial

$$s' = \frac{S'}{Y'} = 1 - \frac{C'}{Y'} \quad \text{le taux corrigé}$$

on écrit

$$C' = C - ID + CD$$

où ID représente l'achat de biens durables et CD la consommation de services attachés aux biens durables.

L'évaluation de CD repose sur la construction d'un coût d'usage du stock incorporant la dépréciation et le coût d'opportunité lié à la détention:

$$CD = PD (r + \delta - \hat{PD}) KD$$

avec PD le prix des biens durables

r le taux d'actualisation égal ici au taux observé sur emprunts d'Etat long terme.

δ le taux de dépréciation fixé à 20 % par an pour l'ensemble des pays.

KD le stock de biens durables obtenu par le calcul suivant:

$$KD_t = (1 - \delta) KD_{t-1} + ID_{t-1}$$

Le revenu corrigé des ménages se définit par

$$Y' = Y + CD - \delta KD \quad \text{et} \quad S' = S + ID - \delta KD$$

On utilise un revenu net de la dépréciation contrairement à l'étude d'Hayashi qui repose sur un revenu brut. Le choix est justifié par la nécessité pour le ménage de consacrer une fraction de ses ressources au renouvellement du stock de biens détenus. Seul, le stock pour l'année initiale est chiffré à partir d'évaluations nationales. Compte tenu de l'importance du taux de dépréciation, le biais éventuel sur l'année de départ disparaît au bout de plusieurs années.

c) Les résultats

Etant donné la méthode de correction, intégrer les biens durables dans l'épargne relève les taux dans tous les pays (tableau 6 page 28). La hausse est importante aux Etats-Unis où le taux atteint maintenant presque 10 %, plus faible dans les pays européens et au Japon. La différence observée entre les taux américain et européens se réduit, mais le classement n'est pas modifié. Il en est de même entre le Japon et les autres pays sous revue. L'incidence de la correction est au total limitée. En revanche, l'observation des évolutions des ratios dans les années soixante-dix et quatre-vingt dégage la spécificité des Etats-Unis, et à un moindre degré du Royaume-Uni (tableau 6 bis). Au Japon, en France comme en Allemagne, la correction n'affecte guère le profil de l'épargne. Au Royaume-Uni, mais surtout aux Etats-Unis, le déclin observé sur les taux de référence dans les années quatre-vingt disparaît au profit d'une stabilisation, voire d'une franche amélioration dans le cas américain.

TABLEAU 6 : HARMONISATIONS ECONOMIQUES DES
TAUX D'EPARGNE DES MENAGES

(moyenne 1977-1986 en %)

	USA	JAPON	RFA	FRANCE	R.U
(5) Référence :					
! correction sante **	7,8	19,1	11,3	12,7	6,5
(8) (5) + épargne biens durables	9,8	20,3	12,7	13,9	8,0
(9) (8) - dépréciation encaisses					
! liquides nettes	9,6	17,9	11,9	10,3	6,2
(10) (9) + plus values réelles					
! sur actifs financiers	10,7	17,3	11,9	11,7	7,0
(11) (10) + plus values réelles					
! s/retraites et assurance vie	11,2	20,9	14,0	12,2	7,9
(12) (11) + plus values réelles					
! sur actifs logement	13,7	26,9	n,d	n,d	14,7

* moyenne 1977-1985

** cf Tableau 4 ligne (5)

TABLEAU 6 bis : Taux d'épargne corrigés de l'achat
des biens durables

évolutions dans les années quatre-vingt

	1979/1981	1982	1983	1984	1985	1986
ETATS-UNIS						
1	8,1	8,4	7,5	8,4	7,2	7,4
2	9,7	9,0	9,1	10,9	10,1	10,7
JAPON						
1	19	18,1	17,9	17,6	17,5	-
2	20,2	19,1	18,9	18,7	18,5	-
RFA						
1	13,5	11,9	10,0	10,6	10,6	11,2
2	13,4	12,0	10,9	11,2	11,2	12,9
FRANCE						
1	15,7	15,0	13,8	12,7	12,0	11,3
2	16,7	16,5	14,8	13,0	12,3	12,2
ROYAUME-UNI						
1	7,7	7,1	5,8	6,7	6,2	5,5
2	9,2	8,2	7,8	8,2	7,9	7,6

1 Taux de référence : corrections sante, retraites

2 Taux corrigés des biens durables

III.2 Taux d'épargne, inflation et variation de la richesse

Globalement, l'inflation prélève des ressources sur les ménages. La hausse des prix érode la valeur réelle des actifs financiers non indexés, tandis qu'elle dévalorise l'endettement. Les ménages étant dans tous ces pays créditeurs nets, l'inflation exerce une ponction sur la valeur réelle de leur patrimoine financier. Cependant, l'augmentation du revenu entraîné par la hausse des taux d'intérêt nominaux compensera une fraction de la perte en capital. Les mesures traditionnelles de l'épargne prennent en compte ce dernier flux, mais non la dévalorisation des actifs financiers. Elles surestiment donc en période inflationniste la variation de la richesse financière réelle des ménages.

Du point de vue des ménage, une fraction de l'épargne courante doit être considérée comme une reconstitution du pouvoir d'achat des encaisses. Une accélération de la hausse des prix entraînera une dévalorisation plus importante des liquidités. Les intérêts que les ménages tirent de ces placements ne sont donc pas en totalité à proprement parler du revenu. Seule la fraction qui excède le prélèvement inflationniste rémunère effectivement l'épargne. Une accélération de la croissance des prix augmentera le ratio mesuré par les comptes nationaux tandis que rapportée au revenu, la variation de la richesse corrigée du prélèvement de l'inflation restera constante. En sens contraire, un ralentissement sensible de la hausse des prix pourra abusivement pousser à la baisse le ratio de la comptabilité nationale.

On peut penser que les écarts d'inflation observés sur le moyen terme entre les pays peuvent introduire des distorsions sur les niveaux des taux d'épargne. Ils sont peu marqués au début des années soixante. mais se creusent après le premier choc pétrolier (voir le tableau). L'accélération de la hausse des prix est sensible au Japon, en France et au Royaume-Uni. Les taux annuels dépassent 10 %. Elle est plus modérée en Allemagne et aux Etats-Unis. Enfin, si la désinflation est générale dans les années quatre-vingt, des écarts

significatifs demeurent. L'hétérogénéité des taux d'épargne sur la période 1977/1986 peut alors ne refléter pour partie qu'un comportement de reconstitution d'encaisses.

Tableau 7: taux d'inflation

	1968-73	1973-79	1979-86
ETATS-UNIS	4,7	7,8	5,6
JAPON	7,1	9,4	3,3*
FRANCE	6,0	10,4	9,9*
ALLEMAGNE	4,7	4,6	3,3
ROYAUME-UNI	6,9	15,7	7,6

* 1979-85 Déflateurs de la consommation privée, taux annuels moyens

S'en tenir aux seules encaisses nettes de l'endettement n'est pas justifié. Le raisonnement pêche en négligeant le patrimoine financier des ménages détenu sous une autre forme : actions, obligations en détention directe ou par l'intermédiaire d'organismes de placements collectifs. L'approximation n'était pas gênante pour la France ou l'Allemagne dans les années soixante et soixante-dix. Les valeurs mobilières occupaient une place marginale dans l'actif des ménages. Mais elle apparaît ici très limitative. La comparaison inclut deux pays (Etats-Unis et Royaume-Uni) où l'épargne investie en valeurs mobilières tient dès les années soixante une place plus importante. De plus, la composition des patrimoines évolue rapidement dans les années quatre-vingt en Europe, comme aux Etats-Unis ou au Japon. Les innovations financières et le déplacement des préférences des ménages entraînent un essor de l'épargne investie tandis que la baisse des taux d'intérêt nominaux et la hausse des cours boursiers déclenchent des gains en capital importants.

Le prélèvement exercé par l'inflation se double de la variation de la richesse liée à l'augmentation du prix du titre. En période d'inflation, la hausse des taux d'intérêt nominaux déclenche en règle générale une baisse des cours des obligations et l'apparition de moins-values qui s'ajoute au prélèvement inflationniste. Dans le cas d'un ralentissement de la hausse des prix qui est en partie répercuté dans l'évolution des taux nominaux, la valeur de marché des obligations augmentera, ce qui renforcera l'effet de richesse découlant déjà de l'affaiblissement de la ponction exercée par l'inflation. Le résultat est plus incertain pour les actions. On sait qu'au-delà des cycles boursiers observés sur le court terme, la valeur des titres était en règle générale sous-indexée sur la hausse des prix dans les années soixante et soixante dix. En revanche, la hausse des cours dans les années quatre-vingt a provoqué l'apparition de plus-values importantes qui sont venues augmenter les gains dégagés sur les obligations du fait de la baisse des taux d'intérêt. Rapportés au revenu des ménages, les gains en capital sont loin d'être négligeables.

Certains auteurs ont vu là une cause majeure de la chute apparente des taux d'épargne dans la période récente, que ce soit en France ou dans les pays anglo-saxons (Blinder-Deaton 1985). Moins sensibles à la reconstitution d'encaisses du fait de la désinflation, les ménages auraient mis à profit les gains dégagés sur l'épargne investie pour diminuer l'épargne sur revenu courant (pour une discussion des résultats, voir Artus 1988).

b) Les corrections

On traitera séparément les effets d'encaisses et les effets de richesses. Plusieurs arguments incitent à distinguer les deux corrections:

- . Fiabilité statistique: la mesure des patrimoines financiers pose dans chaque pays des problèmes d'évaluation. Le calcul des gains ou pertes en capital est établi à partir d'un compte dit de réconciliation entre les valeurs de marché des stocks et des flux des valeurs mobilières détenues par les ménages. Les données existent pour l'ensemble des pays, mais la couverture des produits est inégale. Elle s'étend aux actions et obligations dans les pays européens et au Japon. En revanche, le compte de réconciliation établi par la Réserve

fédérale pour les Etats-Unis ne couvre que les actions. Si des estimations des gains ou pertes en capital sur obligations ont pu être intégrées au calcul, les résultats sont moins fiables. Enfin, les méthodes de calcul, identiques dans le principe dans les différents pays (voir ci-dessous), peuvent différer dans la construction du compte. La comparaison des cinq pays est donc réalisable, mais les résultats demeureront fragiles.

. Interprétation des résultats: les moins-values sur les encaisses dégagées du fait de l'inflation sont, hors choc inflationniste, régulières et cumulatives. Elles se prêtent bien à l'évaluation de moyen terme proposée dans l'étude. En revanche, les variations des prix des titres sont incertaines, souvent imprévisibles et irrégulières. Adopter une démarche comparable suppose des hypothèses plus fortes:

. Information parfaite sur la variation du prix du titre.

. Assimilation du gain en capital à un revenu supplémentaire, ce qui paraît contestable au vu du comportement de détention de produits comme par exemple, les obligations.

. Identité du comportement selon que le gain est latent ou réalisé.

Ces hypothèses restrictives seront discutées dans la deuxième partie à partir du cas américain.

On distingue deux corrections principales. Dans chaque cas, la méthode se rapproche de celle suivie précédemment.: évaluation d'un revenu des ménages corrigé des gains ou pertes en capital selon un principe d'équivalence stricte, puis calcul des taux d'épargne sur la base de l'agrégat corrigé. Dans un premier temps, le prélèvement inflationniste est calculé à partir du stock de liquidités détenues par les ménages: dépôts à vue, compte à terme, livrets d'épargne. Le calcul est identique à celui présenté depuis deux ans dans le rapport sur les comptes nationaux de la France publié par l'INSEE. Cependant, les obligations sont exclues de l'assiette. Les liquidités sont prises nettes de l'endettement. L'effet de prix étant par définition nul, la perte de "richesse" s'élève à l'érosion des encaisses. Elle vient diminuer le revenu disponible et l'épargne.

La correction est ensuite étendue à l'ensemble des actifs investis: actions, obligations en détention directe ou par l'intermédiaire d'organismes de placements collectifs. L'érosion inflationniste est calculée sur l'ensemble des actifs nets de l'endettement.

En appelant AN_t et AN_{t-1} le stock d'actifs en fin d'années t et $t-1$, PC_t l'indice de prix à la consommation en moyenne annuelle sur l'année t , le prélèvement inflationniste est égal à:

$$- PC_t \left[(AN_t / PC_t) - (AN_{t-1} / PC_{t-1}) \right] = AN_{t-1} \widehat{PC}_t$$

les gains ou pertes en capital sont déduits par solde de la comparaison entre les stocks en fin d'années t et $t-1$ de titres et du flux correspondant sur l'année t : (FN_t):

$$PV_t = AN_t - AN_{t-1} - FN_t$$

On appellera \overline{PV}_t variation de la richesse financière réelle, hors effet de flux la somme du prélèvement inflationniste et des gains ou pertes en capital. Ajoutée au revenu courant des ménages, elle définit le revenu élargi des ménages (la terminologie est identique à celle employée par Minczées et Sicsic (1988) dans le cas français.

$$\overline{PV}_t = PV_t - AN_{t-1} \widehat{PC}_t \quad s_t = 1 - C_t / (Y_t + \overline{PV}_t)$$

On notera que le ratio d'épargne ainsi calculé reste flux sur flux et rapporte l'épargne définie comme l'acquisition nette d'actifs augmentée des gains en capital à un revenu "patrimonial" des ménages (consommation effective + variation de la richesse réelle). Cependant, l'indicateur est biaisé par l'absence de prise en compte des plus ou moins values dégagées sur les actifs dits "physiques" (logements et terrains). Une définition patrimoniale de l'épargne devrait les intégrer au même titre que les biens durables dont il a été question plus haut. La faiblesse des données statistiques ne permet malheureusement pas un tel calcul pour l'ensemble des pays. Cependant, une évaluation sera proposée sur les cas britannique, japonais et américain.

La question des réserves techniques d'assurance et de retraite

Les corrections ont traité successivement les liquidités puis les actifs financiers, enfin pour 3 pays les actifs immobiliers et fonciers. Elles laissent de côté les réserves d'assurance

"détenues" par les ménages. Celles-ci n'apparaissent pas en règle générale dans les études nationales (une exception doit être faite pour Peek 1988).

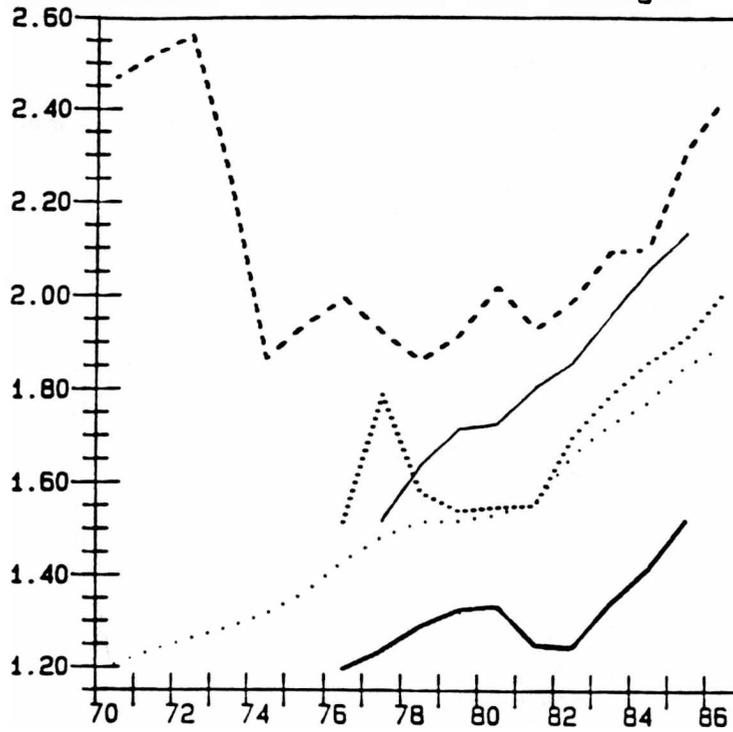
Les réserves sont définies en règle générale dans les comptabilités nationales comme les engagements des compagnies d'assurance-vie, vis à vis des ménages. Elles sont de fait traitées comme des créances détenues par les ménages sur les institutions d'assurance. Dans les pays où existent des fonds de retraites privés, le poste recouvre également les engagements de ces institutions. Si les ménages détiennent des droits certains sur une grande partie des réserves, il est légitime de les considérer comme richesse financière des ménages. Leur prise en compte se justifie d'autant plus que la correction "retraites" menée plus haut reposait sur un principe comparable. Si celui-ci semble clair, l'application se heurte à la difficulté d'une appréciation du contenu effectif du poste. Dans le cas français, le poste recouvre les réserves mathématiques, les réserves pour primes et sinistres augmentées d'une dotation pour résultat exceptionnel d'exercice. Si les deux premiers éléments, ne sont pas soumis à valorisation de marché, le troisième représente intégralement des gains en capital dégagés par les institutions imputés aux ménages. Il peut être considéré comme variation de richesse réelle dans le sens défini plus haut. En pratique, le poste n'est toutefois pas isolable. Le système de comptes britannique offre une définition et un calcul satisfaisants du poste. Les comptables imputent aux ménages la totalité des actifs en gestion des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pensions privés et soumettent le poste à une évaluation de marché. Cette méthode originale a deux conséquences. La première, secondaire dans l'étude, est de biaiser vers le haut toute comparaison des patrimoines financiers dans les grands pays de l'OCDE. (voir les graphiques 2 et 3). Les "réserves" représentaient en 1985 au Royaume-Uni 43 % des actifs financiers des ménages. Le chiffre français ne dépassait pas 8 %. La seconde est d'assurer la cohérence entre la définition du poste et les corrections pratiquées dans l'étude., sous la réserve d'appliquer le ratio de ventilation de la richesse des fonds privés utilisé pour la correction "retraites". La situation est identique aux Etats-Unis. Cependant, le stock de réserves est obtenu par simple cumul des flux, ce qui ne permet pas d'estimer les gains en capital. La difficulté a été contournée en imputant aux ménages la totalité des plus-values dégagées

par les compagnies d'assurance-vie augmentée d'une fraction des gains en capital dégagés par les fonds de retraites. Le ratio de répartition est comme dans le cas anglais identique à celui adopté dans la correction "retraites". En Allemagne et au Japon, le niveau le plus fin des comptes financiers ne permet pas d'isoler les compagnies d'assurance-vie et les fonds de retraites des autres agents financiers. Le calcul des plus ou moins values est impossible et on s'est contenté de caler la correction sur le poste tel qu'il apparaît à l'actif des ménages. Finalement, l'hétérogénéité du poste dans les différents pays conduit à beaucoup de prudence dans les calculs. Ceux-ci ont donc été isolés des autres corrections financières.

Quatre corrections de patrimoine sont donc enchaînées. Elles portent successivement sur les encaisses nettes de l'endettement, les valeurs mobilières en détention directe par les ménages, celles détenues indirectement sous la forme de réserves par les organismes d'assurance-vie et fonds de retraites privés et enfin les actifs physiques (logements et terrains)..

Graphique 2

Actifs financiers des menages



yc RTA, rapportes au revenu disponible

Japon

Allemagne

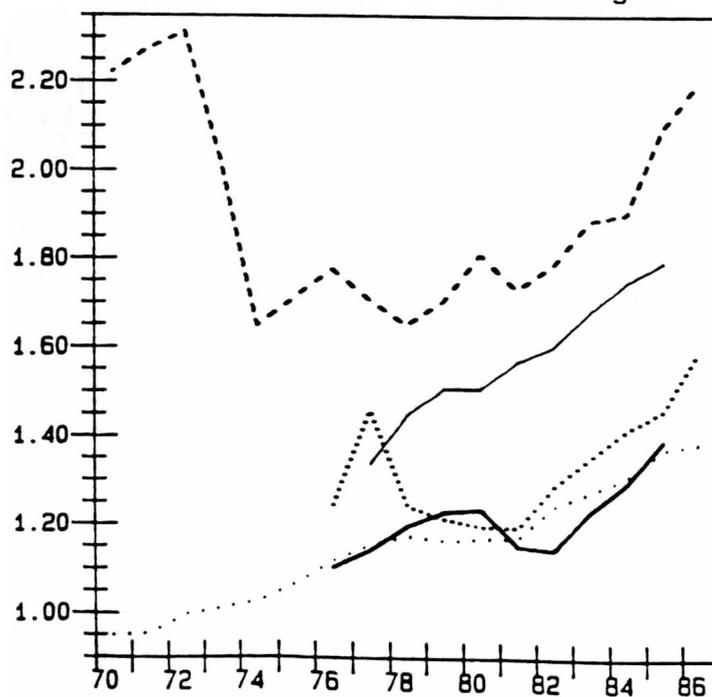
France

Royaume-Uni

Etats-Unis

Graphique 3

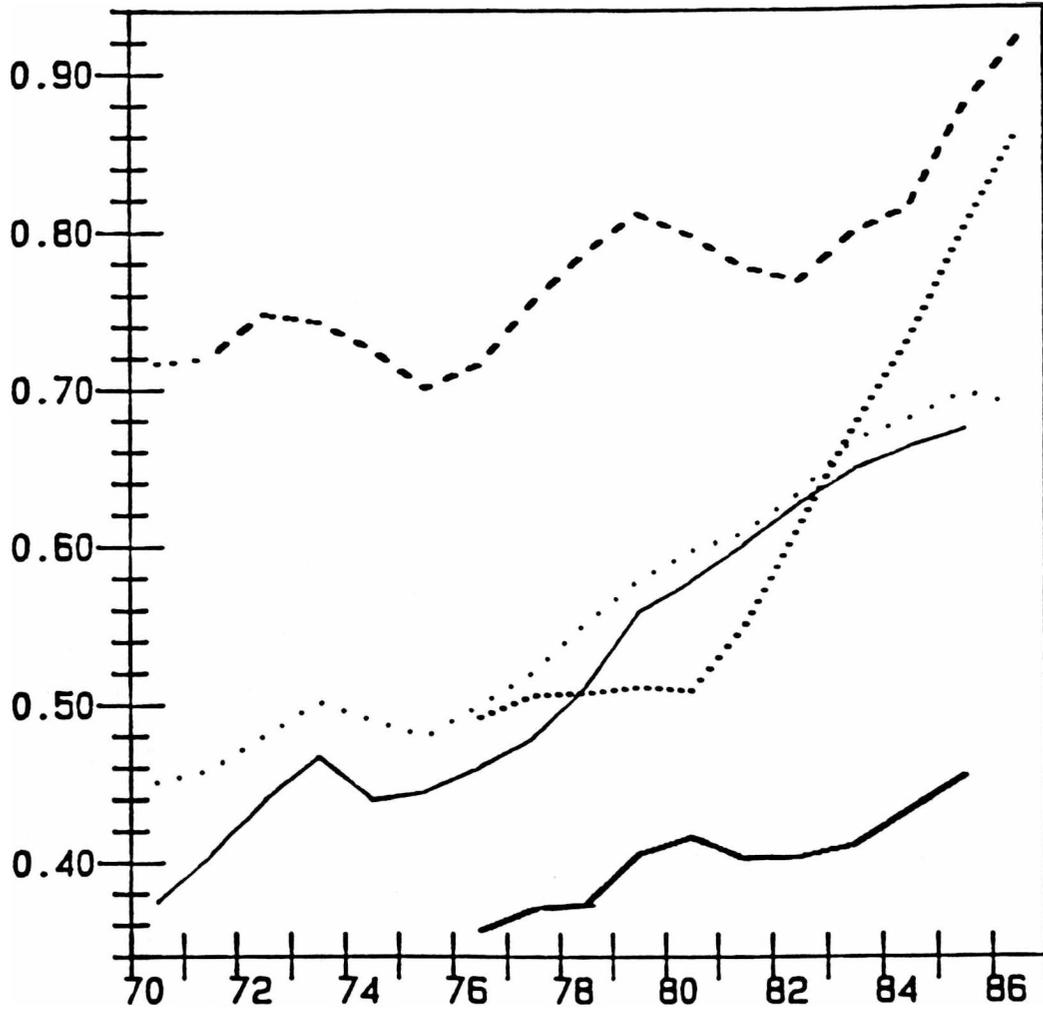
Actifs financiers des menages



Hors RTA rapportés au revenu disponible

Graphique 4

Ratios d'endettement des menages



endettement rapporte au RDB

Japon

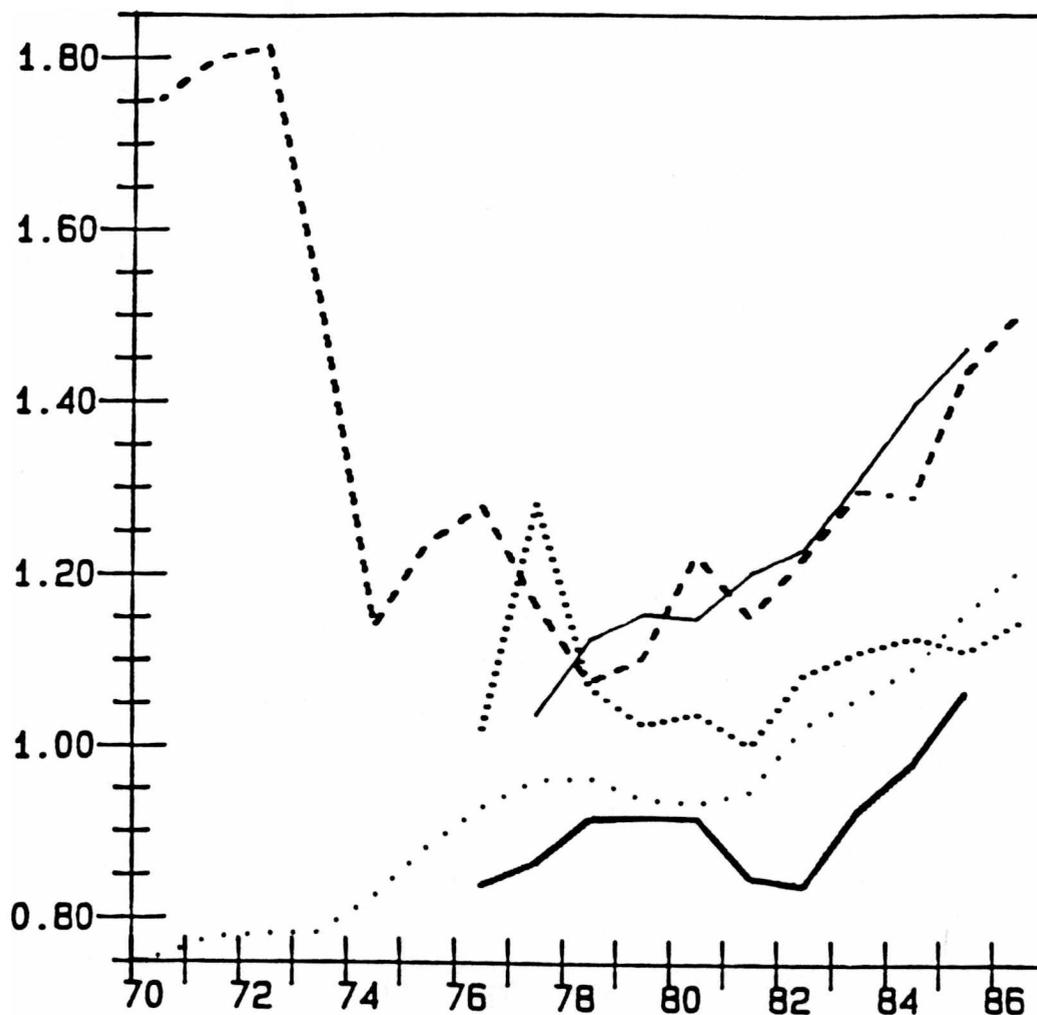
Allemagne

France

Royaume-Uni

Etats-Unis

Graphique 5 Actifs financiers des menages



yc RTA, nets de l'endettement

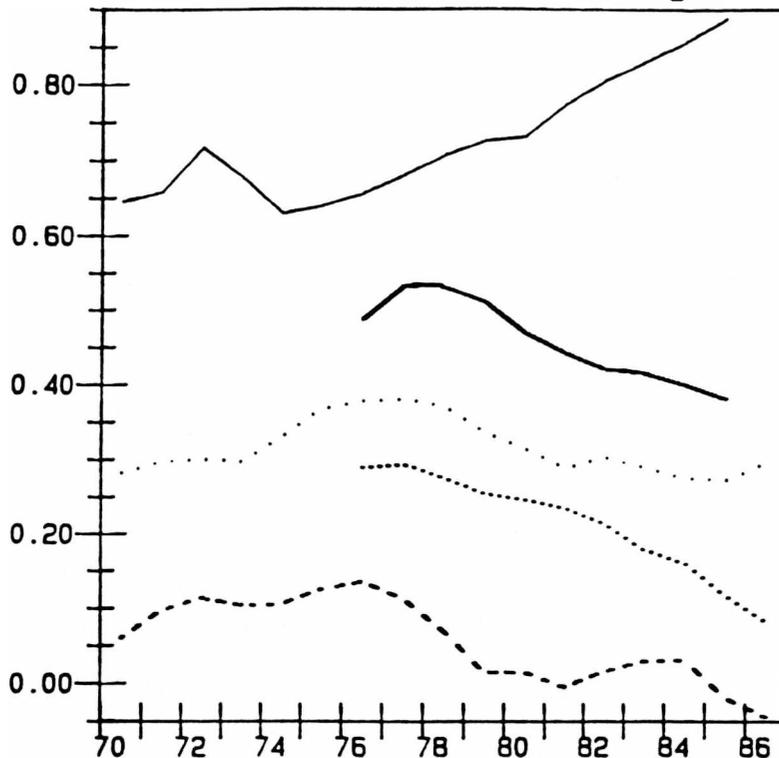
- Japon

- Allemagne
-
- France

- Royaume-Uni
-
- Etats-Unis
-

Graphique 5bis

Actifs liquides des menages



rapportés au RDB

Japon

Royaume-Uni

.....
Etats-Unis

France

Allemagne

.....

c) Les résultats

Considérons l'érosion des encaisses (ligne 9 du tableau 6) . Les ménages sont dans tous les pays créditeurs nets. La prise en compte de la dépréciation fait donc glisser vers le bas la hiérarchie des taux. Toutefois, la physionomie des taux n'est guère affectée.

. La situation du Japon reste singulière. La correction est forte, mais l'écart avec les autres pays demeure élevé

. A l'autre extrême, la position américaine ne varie guère. Le résultat peut surprendre, mais ne fait que traduire la situation financière des ménages américains. D'un côté, le ratio de liquidités est le plus faible des pays sous revue (voir le graphique 5bis). Les encaisses monétaires au sens large ne représentent guère plus de 30 % du total des actifs du fait d'une capitalisation en valeurs mobilières plus importantes que dans les autres pays. Mais surtout, l'endettement des ménages, mesuré ici relativement au revenu, apparaît plus élevé que dans les autres pays. Le stock de dettes des ménages équivaut en fin de période au stock de liquidités, ce qui annule l'incidence de la correction pour inflation.

. La place des pays européens n'est pas modifiée, mais un reclassement s'opère. L'écart observé entre la France et l'Allemagne, au bénéfice de la France disparaît. A l'inverse du cas américain, les ménages français souffrent d'une érosion des encaisses importantes. Les liquidités sont gonflées par le poids de l'épargne traditionnelle sur livrets défiscalisés tandis que l'endettement demeure faible par rapport aux autres pays. On sait que l'encadrement du crédit et la politique d'offre de crédits bancaires ont conduit à une croissance faible de l'encours des crédits dits de trésorerie, alors même que l'investissement immobilier et la demande induite d'endettement étaient en ralentissement. Le ratio d'endettement n'augmente que lentement jusqu'en 1984, puis un redressement s'opère les années suivantes sous l'effet de la déréglementation et l'explosion des crédits de consommation (Pécha, Sicsic 1988). Celui-ci demeure trop tardif pour limiter l'incidence de la correction. De même qu'en France, la prise en compte de l'érosion des encaisses baisse sensiblement le taux d'épargne au Royaume-Uni mais pour une raison différente. Le ratio de liquidités nettes de l'endettement décroît sur la période pour atteindre en 1986 un niveau proche des Etats-Unis. En revanche, l'inflation demeure nettement plus soutenue

que dans les autres pays, ce qui explique l'effet de la correction. Le taux corrigé demeure ainsi le plus faible des pays sous revue.

A défaut de réduire les écarts sur les niveaux, la prise en compte de l'inflation déforme significativement le profil des taux. D'un point de vue général, la correction amortit les fluctuations (graphique 5ter, on notera que les taux corrigés incorpore les corrections rcomptables, retraites et biens durables): la "cloche" observée au milieu des années soixante-dix disparaît au profit d'une évolution plus régulière à la baisse aux Etats-Unis ou en Allemagne. Le cas japonais reste singulier : l'ajustement fait disparaître la croissance du ratio jusqu'en 1976, puis n'affecte guère les niveaux observés jusqu'en 1979. Le taux corrigé augmente de trois points puis retrouve en 1980 le niveau de 1973. On retrouve cet effet , quoique moins marqué, en France entre 1976 et 1979. Au Royaume-Uni, la croissance du ratio paraît tout aussi vigoureuse à la fin des années soixante-dix que celle observée à partir des chiffres de comptabilité nationale. Mais le point de départ se trouve maintenant à niveau du taux américain, ce qui suggère d'attribuer le creusement d'un écart avec les Etats-Unis jusqu'en 1976 aux différences d'inflation. Enfin, la correction minore dans les années quatre-vingt la chute des taux là où elle était sensible, redresse les ratios là où ceux-ci étaient stabilisés. Le résultat suggère bien une relation entre ralentissement de la hausse des prix et baisse des taux d'épargne mesurée dans l'optique des comptes nationaux.

Graphique 5ter

Taux d'épargne des menages

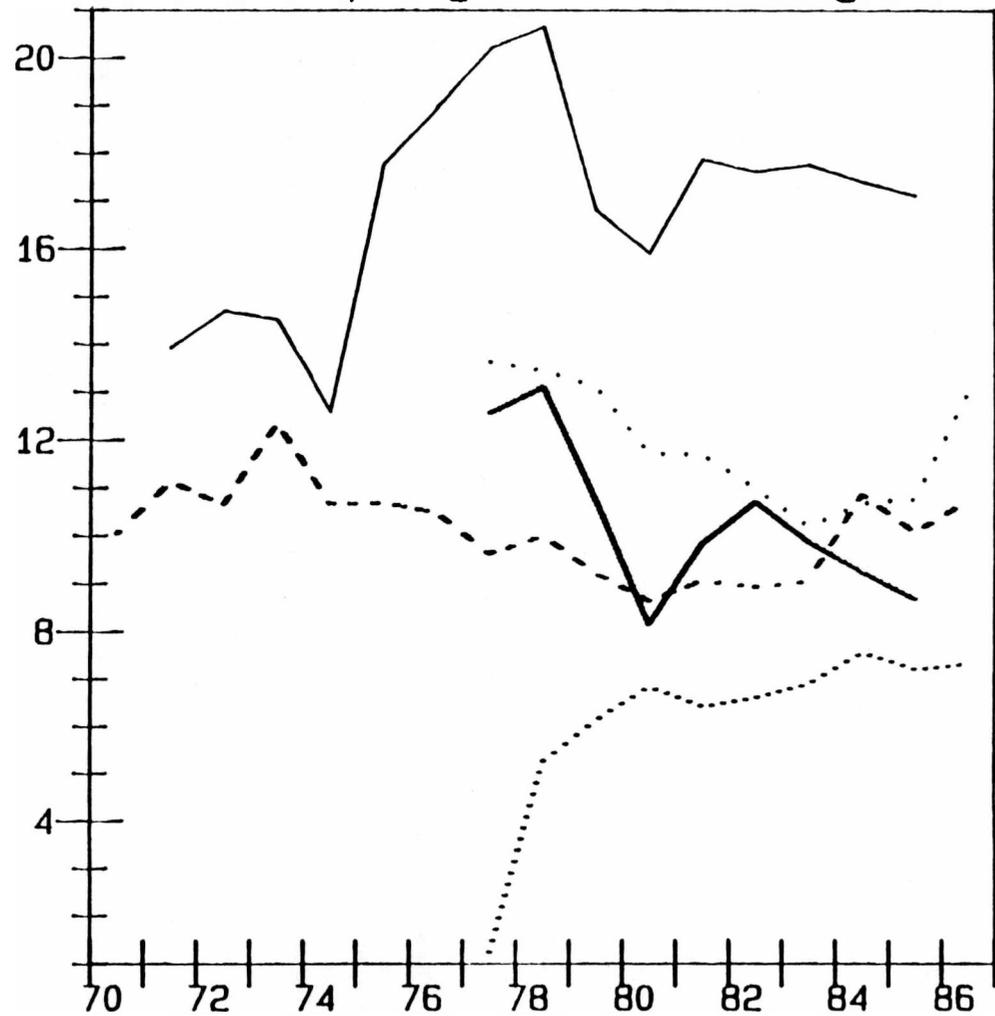
- Japon

- Royaume-Uni

- Etats-Unis

- France

- Allemagne



corrections pour inflation

Le passage à un revenu élargi aux gains en capital ne détériore le taux d'épargne qu'au Japon (ligne 11 du tableau 6) Dans les autres pays, les taux se maintiennent ou remontent sous l'effet de plus-values réelles positives en moyenne sur la période. L'augmentation est sensible aux Etats-Unis et permet à nouveau de resserrer l'écart avec l'Allemagne et la France. Le Japon tranche : le calcul fait tomber le taux d'épargne d'un demi point, ce qui traduit de légères pertes réelles en capital sur la période. Il est vrai que c'est également le pays avec l'Allemagne où l'incorporation de la variation des engagements des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pensions privés augmente fortement le taux d'épargne des ménages. On retrouve là un trait caractéristique de l'évolution du système financier japonais dans les années quatre-vingt. L'essor de l'épargne investie a été portée essentiellement par les investisseurs institutionnels au service des ménages, tandis que la capitalisation réalisée en détention directe restait sensiblement plus faible que dans les autres pays ; d'autant plus faible que les organismes de placements collectifs connaissent un développement embryonnaire sur la période. Comparées à la France ou au Royaume-Uni, les actions et obligations ne représentent pas plus de 25 % de l'actif financier des ménages (hors réserves techniques d'assurance) contre respectivement 38 et 45 % dans les deux pays européens.

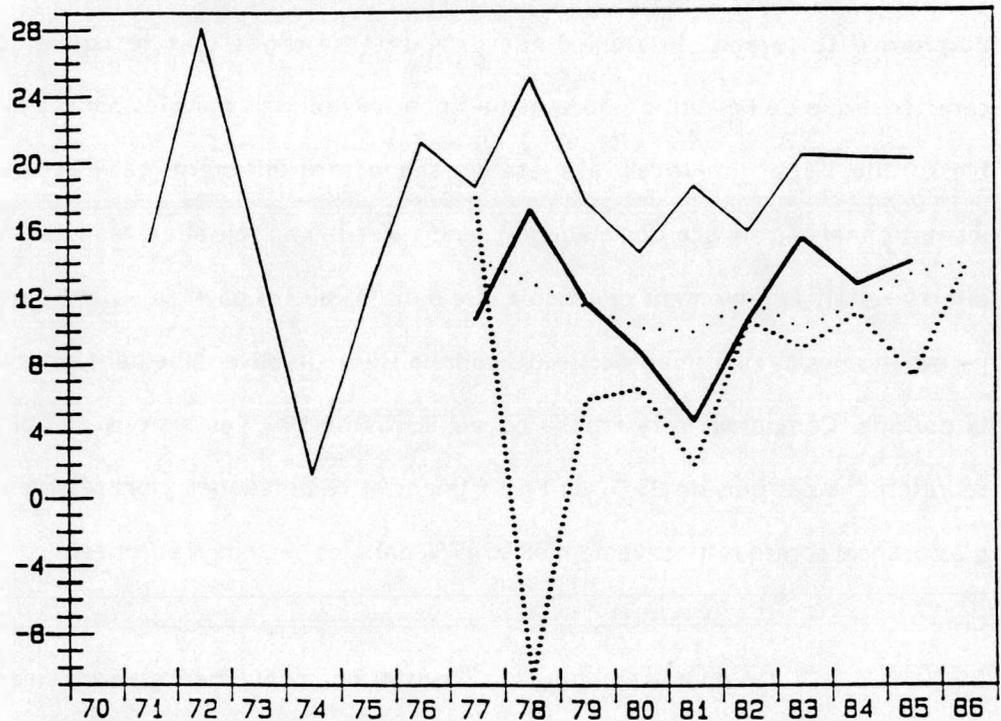
On pourrait déduire des résultats une convergence assez remarquable des taux d'épargne sur le moyen terme dans les pays européens et aux Etats-Unis, une fois intégrés les effets de valorisation du patrimoine. Ainsi, le niveau particulièrement bas du taux aux Etats-Unis ne serait que le reflet de la définition restrictive du revenu adoptée dans les comptes nationaux au détriment d'une approche plus économique des ressources financières des ménages. Une telle intuition émerge effectivement des résultats, mais il est difficile d'en tirer une conclusion robuste. La difficulté vient des fluctuations considérables de l'effet de richesse dans le temps, rendant la correction sensible au choix de la période de la référence.

L'exemple des Etats-Unis est à cet égard frappant (voir le graphique 7) . Les fluctuations sont très violentes sur données annuelles. Le ratio fluctue entre + 20 et - 24 %, les points bas étant atteint les années de forte inflation et chute de la bourse. Sur la période

1973/1986, la moyenne des taux s'établit à 3 % (écart type de la série : 17%) mais passe à 8,1 si l'on enlève les années 1974 et 1975 (écart type 7 %). L'instabilité se retrouve à des degrés dans les autres pays. Elle devient d'autant plus gênante que les séries disponibles sont courtes et se prêtent difficilement à un lissage.

Graphique 6

Comparaison des taux d'épargne des ménages



Ratios établis sur un revenu élargi

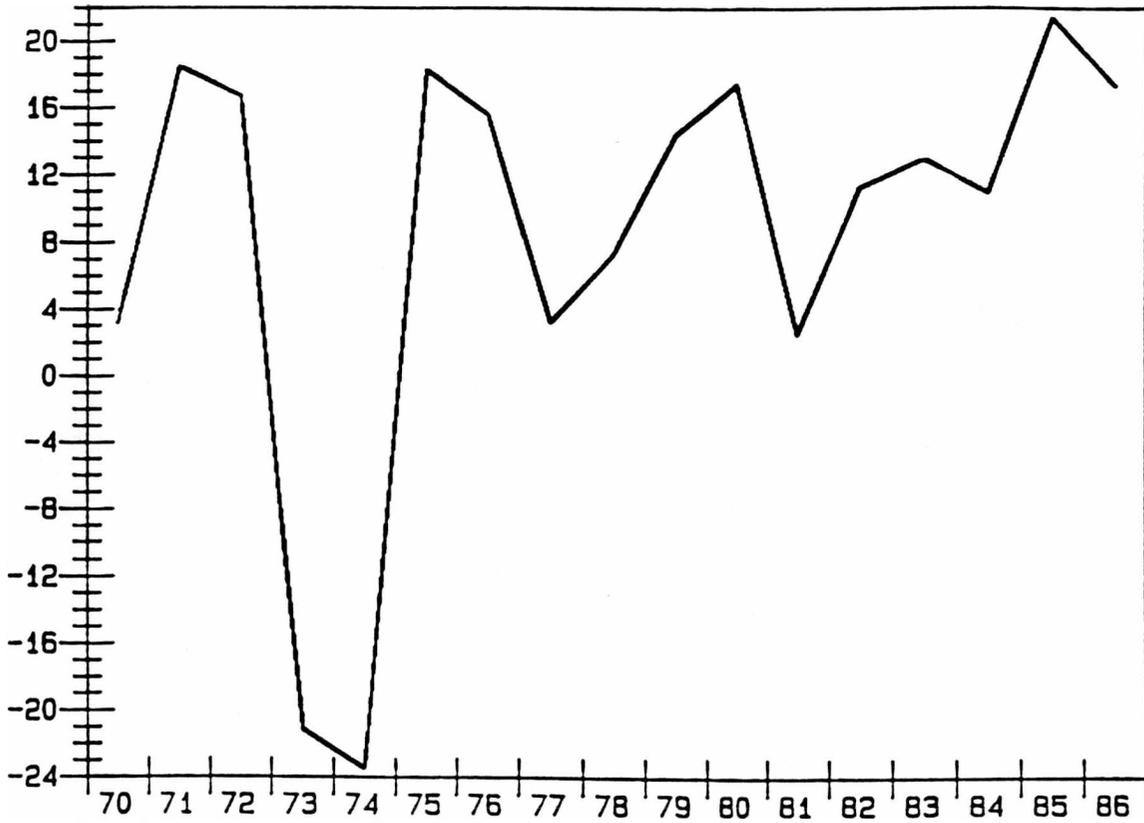
Japon

Allemagne

France

Royaume-Uni

Graphique 7
Etats-Unis: taux d'epargne des menages



Ratio etabli sur revenu elargi

Les évolutions nationales dégagent plusieurs points intéressants (graphique 6). C'est en Allemagne que le profil est le plus régulier. Le taux baisse lentement dans les années soixante-dix, puis se redresse dans les années quatre-vingt. Il dépasse en 1986 le niveau observé en 1971. Les fluctuations sont plus importantes en France et au Royaume-Uni. Le point bas est atteint en 1981 dans les deux pays, puis les taux se redressent fortement au Royaume-Uni, plus faiblement en France. Le début des années quatre-vingt semble donc, comme en Allemagne, constituer un retournement de la tendance. On notera qu'au Royaume-Uni, le point bas de 1978 compense le pic de 1977. On retrouve un va et vient violent qui est lissé en raisonnant sur deux périodes. Le cas du Japon est moins clair. Si l'on intègre le point haut atteint en 1973, on peut voir une baisse très irrégulière jusqu'en 1980, puis un redressement plus modeste. Le plus spectaculaire reste le décrochage brutal du taux d'épargne en 1974. Le ratio passe de 28 à 0 d'une année sur l'autre, puis se redresse aux alentours de 15/20 % les années suivantes. Les moins-values boursières ajoutées à la dépréciation des actifs ont représenté l'équivalent de l'épargne courante. Rapportées au va et vient observé lors du premier choc pétrolier, les fluctuations observées dans les années suivantes sont faibles, même si une certaine remontée apparaît en fin de période.

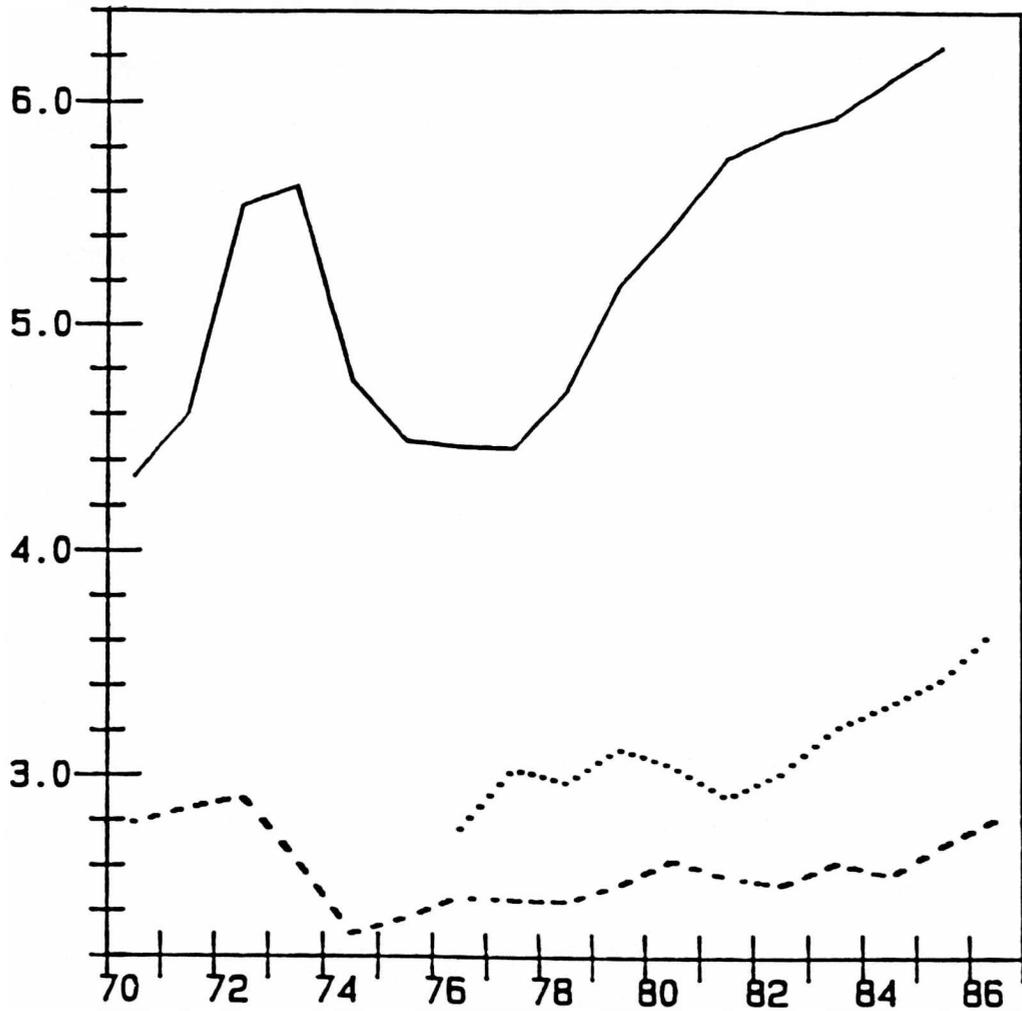
Les années quatre-vingt marquent partout une accentuation de l'effort d'épargne tel qu'il est mesuré ici. Mais le redressement est inégal et on ne peut pas parler d'une rupture de la tendance dans tous les pays. Il fait suite à une longue période de baisse en Allemagne et sans doute au Royaume-Uni et en France. Au Japon, le taux se redresse également après le creux de 1980, mais ne fait que retrouver les niveaux observés en 1977/78/79. Enfin, aux Etats-Unis, le taux augmente entre 1976 et 1986 mais le recul statistique conduit à relativiser la hausse. Les niveaux atteints en 1984 et 1986 demeurent inférieurs aux pics de 1972, 1975/1976 et 1977, ce qui suggère plus un mouvement cyclique qu'une rupture de tendance.

Finalement, la prise en compte des actifs physiques - logements et terrains - dans la richesse des ménages apporte un éclairage intéressant. En premier lieu sur les niveaux de richesse entre les pays sous revue. (graphique 8). Ces résultats sont à prendre

avec beaucoup de précautions. Les différences de mesures sont vraisemblablement importantes, plus importantes que dans le cas des actifs financiers. Il faut noter en particulier que le partage de patrimoine entre entrepreneurs individuels et ménages ne semble fait d'une manière satisfaisante, qu'aux Etats-Unis, ce qui biaise la comparaison avec les autres pays. Aussi, le graphique doit-il être interpréter plutôt en comparaison avec le graphique 5 retracant les niveaux de richesse financière des ménages. Le point saisissant concerne au premier chef le Japon. Alors que la richesse financière ne semblait pas dépasser dans les années quatre-vingt le niveau relatif américain, la prise en compte des actifs physiques triple le résultat alors qu'elle se contente de le doubler aux Etats-Unis. Le patrimoine des ménages japonais mesuré relativement au revenu courant semble donc très nettement supérieur à celui des ménages américains. Il est vraisemblable que l'avance resterait substantielle après la correction retirant la totalité du capital des entrepreneurs individuels. Le Royaume-Uni progresse sensiblement, ce qui le place également devant les Etats-Unis.

Dans les trois pays, l'importance des corrections surprend. (ligne 12 du tableau 6) Aux Etats-Unis, le ratio augmente de deux points et demi. L'effet apparaît plus de deux fois supérieur à celui exercé par les plus-values financières. Moins importants en valeur absolue, les gains en capital sur le logement et les terrains sont également moins volatiles, ce qui nourrit une augmentation de la richesse réelle plus forte sur le moyen terme que celle provenant des actifs financiers. Au Royaume-Uni, le taux obtenu après correction double et revient à niveau par rapport au taux américain. La correction est massive et traduit l'emballement des prix de l'immobilier et du foncier dans les années quatre-vingt. D'après les comptes élaborés par l'Office central des statistiques, la valeur de marché des actifs physiques des ménages britanniques aurait plus que doublé durant cette période, soit rapportée au revenu courant une augmentation de 1,7 à 2,5 points en 6 ans. Un constat identique se dégage de l'observation du Japon. Le ratio progresse de 6 points, contre un acquis négligeable en terme de plus-values financières. La totalité des gains réels en capital a été portée par l'évolution des prix des logements et des terrains.

Graphique 8
Actifs financiers et physiques des menages



yc RTA, rapporte au RDB

Japon

Royaume-Uni

.....
Etats-Unis

IV UN PREMIER BILAN

L'ensemble des résultats peut surprendre. Pays par pays, l'approche menée dans l'étude souligne l'incidence importante des corrections. Celles-ci étaient centrées, soit sur la définition de l'agent adopté, soit sur un traitement des comptes de revenu, capital et financier s'écartant des méthodes de comptabilité nationale. Les premières ont dégagé l'importance des différences strictement comptables et l'incidence des systèmes de protection sociale sur les niveaux des taux. Les secondes ont essayé de chiffrer, au prix d'hypothèses très simplificatrices, l'apport d'une approche de l'épargne élargi à l'accumulation et la richesse des ménages. Au total, et enchaînées d'une manière cohérente d'un point de vue statistique, elles font varier les taux d'épargne d'un rapport de un à un et demi selon les pays, voire deux dans le cas des Etats-Unis. Pourtant, il n'est guère possible de dégager une convergence des indicateurs. Ce constat peut être nuancé en fonction des enchaînements, mais apparaît robuste si l'on considère l'ensemble des corrections.

L'interprétation des niveaux pour certains pays s'éclaircit. En premier lieu, la singularité américaine s'atténue sensiblement, voire disparaît à plusieurs étapes des calculs. C'est bien sûr le cas avec les harmonisations comptables. L'assimilation de la consommation en biens durables en dépenses en capital réduit, également la différence avec les taux européens. Enfin, une approche patrimoniale de l'épargne place le ratio à niveau avec les taux français et allemands. Le comportement sur le moyen terme de l'épargnant américain ne paraît pas alors sensiblement différent de celui observé en France et en Allemagne.

La singularité japonaise n'en est que renforcée. Partant d'un niveau observé en comptabilité nationale élevé, le ratio est en règle générale augmenté par les différentes corrections. L'écart avec les autres pays est maintenu, en particulier après correction pour la consommation de biens durables. Disparaît ainsi un argument fréquemment mis en avant dans la comparaison internationale. Si les dépenses des

ménages japonais en biens durables sont en structure inférieures à celles des ménages américains et européens, la différence ne produit qu'un effet mineur sur les écarts de taux. L'incidence des corrections financières est franchement négative, ce qui comparé aux autres pays réduit d'autant l'écart entre les taux. Rapproché de la correction américaine, le résultat confirme l'idée d'une relation sur le moyen terme entre le rendement réel dégagé des actifs financiers et l'effort d'épargne, mesuré par la comptabilité nationale. Toutefois, l'explication est insuffisante puisque subsiste un écart d'au moins cinq points avec le reste de l'échantillon.

DEUXIEME PARTIE:DEUX APPLICATIONS EMPIRIQUES

Les harmonisations proposées permettent de mieux situer les efforts d'épargne des ménages sur le moyen terme. Le travail ouvre par ailleurs un nouveau champ permettant de discuter plusieurs propositions récentes concernant l'analyse de l'épargne. Deux applications empiriques sont proposées ici. La première reprend l'interprétation des différences internationales dans le cadre de la théorie du cycle de vie. La seconde teste à partir du cas américain la rationalité de comportement des ménages face à l'inflation, aux variations de richesse ou au développement de l'épargne retraite. L'étude discute également le rôle joué dans les années récentes par le développement du crédit à la consommation. On revient ainsi sur la plupart des principes de corrections établis plus haut, afin d'en tester leur pertinence.

IL'INTERPRETATION DES DIFFERENCES

La théorie du cycle de vie a reçu de nombreuses validations empiriques. Parmi les études les plus représentatives, Modigliani (1970) explique plus des deux tiers de la variance des taux d'épargne de 36 pays pris en moyenne sur la période 1952-1960. Plus récemment, Feldstein (1980) explore sur un échantillon plus restreint et à partir de données plus récentes les perturbations introduites dans le modèle par l'existence des régimes de retraites. Il montre que le taux d'épargne baisse avec l'amélioration des conditions de la protection sociale dans les pays. Graham (1987) actualise ce type d'étude sur 24 pays de l'OCDE. Travaillant sur les années soixante-dix, il confirme l'hypothèse du cycle de vie. Le

modèle est enrichi par la prise en compte des différences internationales dans les taux d'activité et du degré de travail féminin dans les différents pays.

Au-delà des résultats obtenus, les travaux pré-cités pèchent par les matériaux statistiques utilisés. Ils reposent sur des données de l'OCDE qui n'assurent pas, on l'a vu, les conditions minimales d'une comparaison. Ce point de départ empirique demeure malheureusement incontournable. L'harmonisation des taux d'un échantillon important et représentatif des pays de l'OCDE reste inaccessible en l'état des systèmes statistiques nationaux. Blades (1983) réussit tout au plus à harmoniser les taux d'épargne de six pays sans prendre en compte les corrections financières. Le travail mené ici comporte encore beaucoup d'incertitudes et de zones d'ombre et ne porte que sur cinq pays.

Cependant, l'ampleur des corrections effectuées dans la première partie conduit à s'interroger sur la validité des tests empiriques menés sur données non harmonisées. Un premier point reprendra donc les acquis essentiels de la théorie du cycle de vie qui seront appliqués à l'échantillon -restreint- de taux harmonisés. Une étude économétrique est bien sûr impossible vu la taille de l'échantillon.

1.1 L'HYPOTHESE DU CYCLE DE VIE.

Modigliani (1986) énonce les hypothèses de départ du modèle. Le ménage reçoit un revenu constant durant la période d'activité. Le taux d'intérêt est nul, tout comme le taux de préférence pour le présent. La consommation est donc constante sur la période. La richesse du ménage est nulle en fin de cycle (absence d'héritage). Ces conditions débouchent sur les résultats suivants:

Le taux d'épargne est indépendant du niveau de revenu par tête. Il dépend en revanche du taux de croissance de l'économie. En régime stationnaire, l'épargne agrégée est nulle. Elle devient positive dès que la productivité croît ou que la population augmente. La variable cruciale pour le taux d'épargne est alors la durée de la période sans revenu. Conséquence de ces résultats, les "stades" de développement des économies ne jouent aucun rôle. Seule importent les différences de croissance des revenus réels. A croissance égale, l'espérance de vie et la date de départ à la retraite sont des facteurs de

différenciation, tout comme les structures des populations. Toute baisse du rapport entre les tranches d'âges qui désépargnent sur celles qui épargnent augmentera le taux d'épargne macroéconomique. D'après Modigliani, le relâchement des hypothèses de base du modèle ne remettrait pas en cause les grands résultats.

a) Si le taux d'intérêt n'est pas nul, d'autres effets doivent être pris en compte. Une hausse du taux d'intérêt déprime le taux d'épargne par un effet de revenu. Cependant, dès qu'un degré de préférence pour le présent est introduit, l'effet de revenu est compensé par un effet de substitution intertemporelle. La résultante est de signe ambigu. On retrouve par cette approche un résultat empirique connu: il apparaît difficile de mettre en évidence un effet de l'évolution du taux d'intérêt sur le taux d'épargne.: on peut négliger les différences de taux, par ailleurs faibles, dans une comparaison internationale.

b) Introduire un profil de revenu temporel plus réaliste ne perturbe pas plus les résultats. Les revenus connaissent en règle générale un pic entre 50 et 60 ans puis décroissent. Si le ménage choisit un niveau constant de consommation et si le marché des capitaux est parfait, on peut imaginer qu'ils désépargnent en début de cycle. Si ce phénomène est massif, il détruit la relation positive entre croissance et épargne, comme le suggèrent les simulations effectuées par Hayashi (1986). Modigliani rejette l'éventualité en remarquant que le profil de la consommation n'est pas stable. Il dépend étroitement de la taille du ménage qui suit de fait un profil voisin de celui du revenu. La probabilité d'une épargne négative en début de cycle est donc diminuée.

c) L'introduction d'un régime de retraites, à l'exception des régimes par capitalisation pure a des effets importants mais contradictoires. Selon Feldstein (1979), un premier effet diminue l'épargne puisque les ménages sont assurés d'un revenu après leur période d'activité. Un second effet, plus indirect, l'augmente puisqu'il incite le ménage à prendre sa retraite plus tôt et donc à s'assurer d'un niveau de consommation sur une période plus longue. Les estimations de Feldstein suggère que le premier effet est prépondérant. La robustesse des conclusions a cependant été critiquée .

d) L'absence de transfert intergénérationnel constitue sans doute l'une des hypothèses les plus contraignantes du modèle initial. Les études empiriques ont montré

que la part du patrimoine hérité pouvait représenter 20 % de la richesse du ménage aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, seuls pays où les données sont disponibles. Ce ratio varie peut-être d'un pays à l'autre en fonction de facteurs économiques ou sociologiques. La prééminence de la famille élargie au Japon peut ainsi expliquer pourquoi les taux d'épargne ne déclinent pas pour les tranches d'âge élevé, ce qui plaide en faveur de transferts intergénérationnels plus élevés que dans les autres pays.

e) Aux Etats-Unis, plusieurs études récentes ont expliqué la corrélation forte entre consommation et revenu courant par l'existence d'une proportion importante de ménages contraints par la liquidité. La corrélation n'est en effet pas compatible avec les modèles de revenu permanent ou cycle de vie, le marché des capitaux étant supposé parfait. Elle s'explique mieux si l'endettement des ménages est limité par un rationnement du montant des emprunts consentis par le système financier. Les modalités d'accès au crédit à la consommation ou au crédit pour le logement présentent des différences nationales importantes. Les systèmes bancaires, soumis à des réglementations et des politiques d'encadrement dans certains pays ont pratiqué des politiques d'offre de crédit très diverses; politiques influencées également par les habitudes culturelles nationales. Par exemple, l'apport initial pour obtenir un prêt logement peut atteindre selon Hayashi (1986) 40 % du prix d'achat au Japon contre seulement 10 % aux Etats-Unis, où par ailleurs les intérêts sur ces prêts sont déductibles du revenu imposable. De telles contraintes de liquidités peuvent augmenter le taux d'épargne de deux façons. L'impossibilité de recourir au crédit à la consommation conduit les ménages à reporter les achats souhaités. Si la contrainte s'applique également aussi au crédit logement et lorsque la différence de rendement des actifs financiers et immobiliers est importante, elle peut constituer une incitation à épargner plus et plus tôt afin d'acquérir un logement. Dans ces deux cas, l'augmentation du taux d'épargne des jeunes ménages, même si elle s'accompagne d'une désépargne plus forte à la fin de la vie augmente le taux d'épargne global dès que la croissance du revenu réel est positive.

Enfin, et pour clore cette revue des arguments questionnant la théorie du cycle de vie, une autre variable démo-économique moins liée au paradigme été proposée par Graham

(1987). Le taux d'épargne serait une fonction décroissante du taux d'activité des femmes. L'absence de prise en compte du revenu tiré du travail domestique biaise vers le haut le taux d'épargne du ménage, surtout lorsque la femme n'a pas d'activité salariée. L'épargne du ménage est souvent peu affectée lorsqu'elle décide de travailler. La nécessité de remplacer des produits domestiques par une consommation marchande et des facteurs plus sociologiques absorbent le revenu supplémentaire. Rapportée au revenu, l'épargne doit donc baisser. Par ailleurs, l'assurance de deux sources de revenus par ménage autorise une épargne de précaution plus faible et une possibilité de recours au crédit plus importante.

Les tests empiriques n'apportent malheureusement pas toujours des preuves convaincantes sur le rôle effectif de toutes ces variables. Comme le rappelle Sturm (1983), le nombre de variables explicatives candidates est élevé, tout comme est forte leur collinéarité. La taille des échantillons étudiés laisse peu de degrés de liberté. Ceci explique la fragilité des estimations, voire le sens opposé de certains effets d'une étude à l'autre.

1.2 Une illustration

Le mode du cycle de vie, dans sa version simple sans héritage ni contrainte de liquidité est-il pertinent pour nos pays étudiés ? A défaut de pouvoir apporter des arguments décisifs du point de vue empirique avec un échantillon de cinq pays, les valeurs des déterminants évoqués plus haut apportent un éclairage intéressant. (tableau 8).

TABLEAU 8 : DETERMINANTS STRUCTURELS DES TAUX D'EPARGNE

(moyenne sur 1977-1985)

	SIGNE	ETATS-				ROYAUME!
	PREVU	UNIS	JAPON	RFA	FRANCE!	UNI
! Structure de la population	!	!	!	!	!	!
! [1] - Plus de 65 ans	!	!	!	!	!	!
! (en % du total)	!	!	!	!	!	!
! [2] - Moins de 15 ans	!	!	!	!	!	!
! (en % du total)	!	!	!	!	!	!
! [3] Taux d'activité des	!	!	!	!	!	!
! plus de 60 ans (%)	!	!	!	!	!	!
! [4] Retraites versées/PIB	!	!	!	!	!	!
! (en %)	!	!	!	!	!	!
! [5] Croissance de la popu-	!	!	!	!	!	!
! lation+crois.product*	!	!	!	!	!	!
! [6] Taux d'activité des	!	!	!	!	!	!
! femmes (en %)	!	!	!	!	!	!
! [7] Indicateur synthétique!	!	!	!	!	!	!
! de classement **	!	!	!	!	!	!
! [8] Taux d'épargne [9]***	!	!	!	!	!	!
! (en %)	!	!	!	!	!	!

* taux de croissance annuel moyen

** Pour chaque déterminant on classe les pays, compte tenu du signe théorique prévu, de celui pour lequel l'effet est le plus favorable (+2) à celui pour lequel l'effet est le moins favorable (-2). L'effet moyen a donc une note égale à 0. On somme ensuite les six effets.

*** Il s'agit de la ligne [9] du tableau 4, c'est-à-dire du taux corrigé du prélèvement inflationniste.

Même si certaines influences contradictoires peuvent être relevées, ils fournissent une image cohérente avec la hiérarchie des taux d'épargne. Le cas britannique par exemple combine plusieurs éléments défavorables à l'épargne : une population assez âgée (ligne 1) dans une situation démographique et économique déprimée (5), et un taux d'activité des femmes parmi les plus élevés (6). La proportion de jeunes n'est pas particulièrement faible (2) et le taux d'activité des plus de 60 ans moyen (3). Quant aux retraites versées, elles sont plutôt dans la moyenne supérieure (4). A l'inverse, le Japon cumule tous les facteurs favorables, à l'exception d'un seul : peu de personnes âgées, une croissance forte, le système de retraites le moins développé et des femmes restant souvent à la maison. Seul le fort taux d'activité des plus de 60 ans aurait pu faire baisser l'épargne.

L'attribution d'une note comprise entre - 2 et + 2 pour chacun de ces six critères au regard de l'effet qu'il est censé avoir sur l'épargne permet de construire par sommation un indicateur synthétique de classement (7). Bien que très fruste, cet indicateur suggère ainsi que le cadre théorique du cycle de vie est bien adapté à la comparaison des taux d'épargne de nos cinq pays. Le classement observé est très exactement celui qui se dégage des taux d'épargne harmonisés dès lors qu'ils sont corrigés de la dépréciation des encaisses réelles. Cela n'est pas le cas avec les autres taux où les Etats-Unis demeurent en dessous du Royaume-Uni et la France au dessus de l'Allemagne.

II. CORRECTIONS DES TAUX ET COMPORTEMENT DES MENAGES: UN TEST ECONOMETRIQUE SUR LES ETATS-UNIS

Le principe retenu dans la première partie était simple. Il s'agissait d'affiner les comparaisons internationales de taux d'épargne par des mesures alternatives en vérifiant si la hiérarchie des taux pouvait être modifiée par les changements de définition. Toutes les mesures n'ont cependant pas le même statut : certaines reposent sur une conception plus réaliste de l'épargne réellement à la disposition des ménages. A i n s i en est-il pour les mesures de l'épargne hors FBCF des EI ou hors épargne retraite d'une partie des fonds privés. D'autres s'appuient sur un comportement plus rationnel des

ménages . S'il y a absence d'illusion monétaire, l'épargne des ménages doit être corrigée du prélèvement inflationniste. Si les ménages savent apprécier la situation des entreprise, ils sont conduits à intégrer dans leur revenu l'accroissement de richesse constitué par les plus-values sur les actions qu'ils détiennent. S'ils connaissent la situation financière des organismes de retraites et les engagements futurs en matière de prestations que ces organismes doivent honorer, ils peuvent anticiper les variations de cotisations sociales auxquelles ils seront soumis. Si l'Etat baisse les impôts directs, mais augmente les impôts sur la consommation, ils ne modifieront pas leur niveau de consommation et d'épargne.

Cette rationalité a été supposée dans la partie I, mais elle n'a pas été vérifiée. Etudier le comportement des ménages vis-à-vis des différentes formes de revenu qu'ils reçoivent apparaît donc comme un point de passage obligé dans l'analyse internationale des taux d'épargne. L'étude économétrique de ce comportement n'est malheureusement pas praticable en coupe sur cinq pays. Seule une analyse classique sur séries temporelles est possible. Dans l'état actuel de nos sources statistiques et compte tenu des difficultés importantes rencontrées pour rassembler des données financières sur longue période, cette étude n'a été entreprise que dans le cas des Etats-Unis. Malgré quelques problèmes, des estimations peuvent être réalisées sur des séries annuelles couvrant la période 1957-1986. En outre, l'analyse des déterminants du taux d'épargne américain revêt un intérêt particulier dans la période actuelle où elle revêt un enjeu de politique économique. Elle permet également de mettre en évidence le rôle de l'endettement dans l'évolution du taux d'épargne alors même que le crédit aux ménages explose dans tous les pays .

II.1 LE MODELE

a). La spécification de base

On s'inspire ici du modèle à correction d'erreurs (HENDRY 1978). Cette spécification a fait ses preuves dans de nombreuses études empiriques, et paraît adaptée à l'étude du comportement des ménages. La forme générale de l'équation est la suivante :

l'étude du comportement des ménages (CHARPIN 1987, INSEE DP 1986). La forme générale de l'équation est la suivante :

$$\text{Log } C = \lambda \text{Log } C_{-1} + \sum_{i=0}^N \alpha_i \text{Log } R_{-i} + \gamma Z$$

$$\lambda > 0 \quad \alpha_i > 0 \quad i = 0, \dots, N$$

où C est la consommation en volume

R le revenu disponible réel

et Z un ensemble d'autres variables explicatives.

On transforme ce modèle de façon à faire apparaître le taux d'épargne de la façon suivante :

$$(1) \text{Log } \frac{C}{R} = \lambda \text{Log } \frac{C}{R} (-1) + (\alpha_0 - 1) \text{Log } R + (\alpha_1 + \lambda) \text{Log } R_{-1} + \sum_{i=2}^N \alpha_i \text{Log } R_{-i} + \gamma Z$$

Appelons S l'épargne et Y le revenu nominal : on a $Y = \frac{C}{R} R$

On observe que $\text{Log } \frac{C}{R} = \text{Log} (1 - \frac{S}{Y})$ peut être raisonnablement approximé par $-\Delta = -\frac{S}{Y}$ le taux d'épargne.

(1) s'écrit alors :

$$-\frac{S}{Y} = -\lambda \frac{S}{Y} (-1) + (\alpha_0 - 1) \Delta \text{Log } R + (\alpha_0 - 1 + \alpha_1 + \lambda) \Delta \text{Log } R_{-1} + (\alpha_0 - 1 + \alpha_1 + \lambda + \alpha_2) \Delta \text{Log } R_{-2} + \dots + \gamma Z$$

soit

$$(2) \Delta = \lambda \Delta (-1) + \sum_{i=0}^{N-1} \beta_i \Delta \text{Log } R_{-i} + \beta_N \text{Log } R_{-N} - \gamma Z$$

avec

$$\beta_0 = 1 - \alpha_0$$

$$\beta_1 = (1 - \alpha_0) - (\alpha_1 + \lambda) = \beta_0 - (\alpha_1 + \lambda)$$

$$\beta_i = \beta_{i-1} - \alpha_i \quad i = 2, \dots, N$$

comme les α_i sont positifs, les β_i sont décroissants.

L'hypothèse centrale du modèle de Hendry est celle d'un ratio stable entre consommation et revenu à long terme. Cela signifie par conséquent une élasticité de long terme égale à l'unité entre ces deux grandeurs. Selon le rapport INSEE - Direction de la Prévision (1986), cette hypothèse paraît bien adaptée à la réalité dans le cas français pour

peu que l'inflation soit prise en compte dans l'équation. Dans le cas américain, les travaux de Blinder et Deaton (1985), qui reprennent la spécification de Hendry en la généralisant, conduisent à des résultats comparables. La forme estimée retenue finalement par les auteurs isole les effets des variations anticipées et non anticipées du revenu. L'élasticité revenu de long terme y est de 1.2 et la probabilité qu'elle soit égale à l'unité dépasse 70 %;

L'hypothèse d'une élasticité-revenu unitaire de la consommation se traduit par une contrainte sur les paramètres qui s'écrit :

$$\lambda + \sum_{i=0}^N \alpha_i = 1$$

soit

$$\beta_N = \beta_{N-1} - \alpha_N = \dots = \beta_1 - \sum_{i=2}^N \alpha_i$$

$$\beta_N = (1 - \alpha_0) - (\alpha_1 + \lambda) - \sum_{i=2}^N \alpha_i = (1 - \lambda) - \sum_{i=0}^N \alpha_i = 0$$

D'où :

$$(3) \quad \Delta = \lambda \Delta (-1) + \sum_{i=0}^{N-1} \beta_i \Delta \text{Log} R_{-i} - \gamma Z$$

$$\beta_i \geq 0$$

On remarquera que l'hypothèse de Hendry d'un taux d'épargne stable n'implique pas son indépendance par rapport au taux de croissance de long terme. En croissance équilibrée, la résolution de (2) implique en effet, si $g = \Delta \text{Log} R$

$$\Delta = 1 / (1 - \lambda) \left[\sum_{i=0}^{N-1} \beta_i g - \gamma Z \right] \quad \lambda, \beta_i \geq 0$$

A long terme, Δ dépend donc positivement du taux de croissance du revenu réel comme dans la théorie du cycle de vie.

b). Les corrections

La spécification de base est enrichie par deux sortes de variables. Les premières sont issues des corrections apportées au taux d'épargne officiel. Le principe adopté dans les parties précédentes reposait pour un certain nombre de corrections sur

l'idée que le revenu devait être élargi à d'autres composantes. Il en est ainsi des corrections retraites, inflation et plus-values patrimoniales. Les autres corrections ne sont pas testées directement ici. La correction comptable offre peu d'intérêt. Les corrections santé et éducation ne modifient pas le niveau d'épargne lui-même et présentent une évolution inerte qui rend difficile tout test économétrique. Enfin, la correction biens durables pose un problème particulier et ne peut être testé simplement dans le cadre de cette étude. Le modèle DMS introduit un effet de substitution entre consommation et investissement logement dont on aurait pu s'inspirer ici. Mais tester la substitution entre consommation et achat de biens durables suppose l'exogénéité de cette dernière variable par rapport à la première, ce qui n'est pas justifié. Modéliser correctement l'achat de biens durables suppose de choisir entre deux hypothèses alternatives: Soit l'achat de biens durables est assimilé par les ménages à une consommation, et la variable n'intervient pas en tant que telle dans l'épargne, soit il s'agit réellement d'une épargne et le comportement du ménage s'apparente au choix d'un portefeuille d'actifs imparfaitement substituables, choix qui ne relève plus d'une théorie de la consommation ou de l'épargne globale.

La modification du revenu utilisé comme référence dans le calcul du taux d'épargne s'introduit aisément. Soit YY un élément de revenu supplémentaire. YY désigne aussi bien le surplus dégagé par les fonds d'épargne retraite ou une plus-value patrimoniale. Soit \mathcal{E} la partie considérée comme du revenu par les ménages. \mathcal{E} peut être un polynôme temporel $\mathcal{E}(L) = \sum \mathcal{E}_i L^i$ pour tenir compte des délais de réaction. On suppose que

$$0 \leq \sum \mathcal{E}_i < 1 \quad \text{et} \quad Z = 0$$

Soit $\tilde{Y} = Y + \mathcal{E}(L)YY$ le revenu corrigé. Le comportement du ménage dérivé de l'équation (3) peut s'écrire :

$$(4) \quad \tilde{\lambda} = \lambda \tilde{\beta}(-1) + \sum \beta_i \Delta \text{Log}_2 \tilde{R}_{-i} \quad \text{ou} \quad \tilde{R} = \tilde{Y}/PC$$

$$\tilde{\lambda} = 1 - C/\tilde{R}$$

On rappelle que ces corrections n'affectent pas la consommation.

Si la variable estimée est s , on peut réécrire (4) en remarquant que pour des corrections de faible amplitude :

$$\tilde{s} = -\text{Log}_e \frac{C}{R} = -\left[\text{Log}_e \frac{C}{Y} + \text{Log}_e \frac{Y}{R} \right] \approx s + \text{Log}_e \left[1 + \varepsilon(L) \frac{YY}{Y} \right]$$

$$\tilde{s} = s + \varepsilon(L) \frac{YY}{Y}$$

et

$$\text{Log}_e \tilde{R} = \text{Log}_e \left[\frac{Y + \varepsilon(L) YY}{PC} \right] \approx \text{Log}_e R + \varepsilon(L) \frac{YY}{Y}$$

Soit

$$s = \lambda s(-1) + \sum \beta_i \Delta \text{Log}_e R_{-i} - \varepsilon(L) \left[\frac{YY}{Y} - \lambda \frac{YY}{Y} (-1) - \sum \beta_i \frac{\Delta Y Y_{i-1}}{Y} \right]$$

Dans le cas simple où $\beta_i = 0 \quad i = 1, \dots, N-1$ qui sera retenu par la suite, on

obtient

$$s = \lambda s(-1) + \beta_0 \Delta \text{Log}_e R - \varepsilon'(L) \frac{YY}{Y}$$

avec $\varepsilon'(L) = \varepsilon(L) \left[(1 - \beta_0) + (\beta_0 - \lambda)L \right]$

La somme des coefficients $\sum \varepsilon_i (1 - \lambda)$ est positive et inférieure à

l'unité. Pour des raisons économétriques, le revenu qui norme les différentes corrections a été décalé d'une période :

$$(5) \quad s = \lambda s(-1) + \beta_0 \Delta \text{Log}_e R + \varepsilon'(L) \frac{YY}{Y(-1)}$$

Les corrections apportées au revenu sont les suivantes :

L'épargne retraite RET: on teste l'incidence de l'épargne des régimes de retraites privés et publics sur le comportement des ménages. La variable expliquée est un taux d'épargne au sens strict, où l'intégralité de l'épargne retraite privée est exclue. Sont testées successivement les effets de l'épargne des régimes privés et publics. Une dernière correction incorpore à l'épargne courante des fonds privés les plus-values financières dégagées sur les actifs en portefeuille..

L'inflation : AFN \hat{PC}

Le prélèvement inflationniste est calculé à partir de l'ensemble des actifs financiers à revenus fixes nets de l'endettement AFN. L'incorporation des actifs obligataires se justifie ici d'un point de vue pratique par l'absence d'évaluation dans les statistiques américaines des obligations au cours du marché. Seule leur valeur au pair est enregistrée (cette grave lacune devrait pouvoir être comblée dans le futur). $\hat{P}C$ est le taux de croissance des prix à la consommation.

Le taux d'inflation est fréquemment introduit dans les équations de consommation des ménages. Son signe n'est pas toujours précisé : s'agit-il d'une fuite devant la monnaie qui se traduirait en période inflationniste par une baisse du taux d'épargne, ou une reconstitution d'encaisses qui implique au contraire une hausse ? L'intérêt de cette formulation est de tester la pertinence de ce dernier effet et son ampleur comparée aux stocks de liquidités en cause.

. Les plus values financières : $PVA - AA \hat{P}C$

Les plus-values PVA ne concernent ici que les actions AA détenues effectivement par les ménages. Elles excluent celles détenues indirectement par les fonds de retraite. Il s'agit de plus-values réelles au sens où elles ignorent l'accroissement de leur valeur qui se borne à maintenir le pouvoir d'achat du stock initial.

. Les plus-values immobilières et foncières: $PVI - AL \hat{P}C$

Même remarque que précédemment. En outre, les plus-values sont nettes de la dépréciation du stock. Compte tenu des grandes fluctuations de ces deux dernières corrections, les variables seront lissées sur deux périodes, puis sur six ans. Les autres sont introduites sans retard.

. Par extension, on assimilera le crédit à une correction de revenu: supposons qu'une fraction des ménages soit contrainte par la liquidité et que l'offre de crédit de consommation soit rationnée. Toute variation de l'encours d'endettement des ménages sera assimilée à une augmentation du revenu. (Pécha-Sicsic 988). En appelant:

C et R la consommation et le revenu des ménages rationnés et C et R la consommation et le revenu des ménages non rationnés et en supposant pour simplifier qu'il ne font pas appel au crédit:

$$C_1 = \alpha R_1 + \psi \Delta CRE \quad 0 \leq \psi \leq 1$$

$$C_2 = \alpha R_2 \quad 0 \leq \alpha \leq 1$$

où ψ est la part de crédit affecté à la consommation, (CRE) le reste pouvant être utilisé par exemple à l'investissement logement.

$$C = C_1 + C_2 = \alpha (R_1 + R_2) + \psi \Delta CRE$$

$$s = 1 - \frac{C}{Y} = (1 - \alpha) - \frac{\psi \Delta CRE}{Y}$$

On testera donc la variable $\Delta CRE / Y_{(-1)}$

c) La spécification finale de l'équation

Il est courant de joindre aux variables explicatives un effet d'encaissements réelles par l'intermédiaire d'une variable de prix. Cet effet est introduit par la correction correspondante. De même, la richesse des ménages est prise en compte par les plus ou moins values sur le patrimoine. Ce point doit être précisé.

La richesse

Le modèle de Hendry, on l'a vu précédemment n'est pas incompatible avec l'hypothèse du cycle de vie. Dans ce cadre théorique, la consommation dépend à tout instant des ressources futures du ménage qui les anticipe. On peut montrer que la consommation décalée présente dans le modèle à corrections d'erreur rend superflu toute variable de richesse, tout au moins dans sa composante anticipée. En revanche, les variations de richesse non anticipée peuvent avoir une incidence sur la consommation. Blinder et Deaton (1985) précisent ce point en construisant une variable de richesse anticipée par un processus autorégressif. Ils obtiennent alors la composante non anticipée de la progression de la richesse dont l'effet sur la consommation est significatif et positif. Toutefois, la progression de la richesse étant, du fait de l'effet de stock, assez inerte, on peut penser approximer une composante de la variation de la richesse non anticipée par les indicateurs de plus-values déjà présent dans l'équation.

Le taux de chômage (TCHO):

Le motif de précaution peut tenir une place importante dans le comportement d'épargne si l'incertitude sur les revenus futurs est forte. A ce titre, le taux de chômage, ou sa variation, intervient dans de nombreux modèles, en particulier français, comme proxy de l'incertitude

sur les revenus. Flavin (1985) introduit la variable dans un autre cadre théorique: les contraintes de liquidités. Le taux mesure alors la proportion de ménages ayant à faire face à une chute du revenu qui se traduit par une consommation du revenu courant supérieure à celle prévue par les modèles de cycle de vie ou revenu permanent.

Le taux d'intérêt: $r-PC$

(On appelle \tilde{PC} le taux d'inflation anticipé - lissage exponentiel).

Les effets revenus et l'effet de substitution intertemporelle liés à l'évolution du taux d'intérêt réel ont été soulignés plus haut. Les travaux tant français qu'américain ont des difficultés à chiffrer l'effet résultant. Aux Etats-Unis, l'évolution de la variable avant 1979 ne se prête guère à l'estimation: les fluctuations des taux sont faibles. Il n'en est pas de même dans les années quatre-vingt. Blinder et Deaton (1985) ont échoué dans une tentative d'estimer l'effet du taux réel après impôt. Le taux nominal apparaît seul mais le résultat n'est pas robuste. Plusieurs interprétations du résultat ont été données: Summers (1981) maintient l'idée d'une semi-élasticité élevée de l'épargne par rapport au taux d'intérêt. Il la considère sous-évaluée par les travaux empiriques qui négligent les effets de richesse implicites. Bernheim et Shoven (1988) donnent une interprétation qui intègre la question des fonds de retraites. L'élasticité positive observée sur le taux d'intérêt serait en partie neutralisée par une élasticité négative de l'épargne retraite des fonds de pensions privés. On sait que celle-ci figure dans l'agrégat d'épargne des ménages publiés par la comptabilité nationale. Le principe de la gestion des fonds capitalisés implique qu'une hausse des taux d'intérêt abaisse le niveau des cotisations nécessaire pour assurer les engagements futurs vis-à-vis des ménages. Elle entraîne une désépargne de la part des fonds de retraites.

Les variables démographiques

On a vu plus haut quels effets de la démographie sur le taux d'épargne pouvaient être déduits du modèle théorique du cycle de vie. Dans une approche économétrique en coupe, ces effets peuvent être testés. Il en est tout autrement dans la pratique lorsque l'estimation porte sur des séries temporelles. La grande inertie des

variables, la forte collinéarité qui les lie entre elles et leur nombre ne permet pas de les distinguer d'un pur effet temporel. Nous nous sommes donc limités à introduire un trend. Caroll et Summers (1987) vont plus loin en estimant un polynôme temporel de degré deux. Cette option pose néanmoins de graves problèmes d'interprétation puisqu'elle conduit, vu le profil estimé à expliquer la baisse récente du taux d'épargne officiel par un effet structurel indéterminé. Les auteurs sont alors contraints à faire des hypothèses sur les phénomènes sous-jacents pour expliquer cette baisse. Aucune preuve convaincante ne peut être établie sur la responsabilité de ces facteurs de long terme. On verra par la suite que la baisse du taux américain peut être relativement bien expliqué sans faire référence à de tels facteurs.

La spécification estimée s'écrit donc finalement : en développant (4) et en modifiant les notations :

$$\begin{aligned}
 \Delta &= \lambda \Delta(-1) + \alpha_0^{(+)} \Delta \text{Log} (Y/PC) + \alpha_1 \Delta \text{Log} (Y/PC)(-1) \\
 &+ \beta_0 \text{CHO} + \beta_1 \text{CHO}_{-1} + \gamma (r - \hat{PC}) \\
 &+ \delta \frac{\text{RET}}{Y(-1)} + \epsilon \frac{\text{AFN}}{Y(-1)} \hat{PC} + \mu \frac{\text{PVA} - \text{AA} \cdot \hat{PC}}{Y(-1)} + \nu \frac{\text{PVL} - \text{AL} \cdot \hat{PC}}{Y(-1)} \\
 &+ \psi \frac{\Delta \text{CRE}}{Y(-1)} + \Psi \text{ temps} + \text{Constante}
 \end{aligned}$$

11.2 Les résultats

Le modèle a été estimé par étape. La première estimation comporte les variations du revenu courant et du revenu retardé, le taux de chômage (courant et décalé). On y a rajouté le taux d'intérêt réel, défini comme le taux des obligations publiques. Cette variable n'est pas significative (Tableau 9, colonne 1). Seul le terme de revenu courant est significatif. Le chômage courant est du bon signe, mais le chômage décalé d'une période est du signe opposé ; son coefficient n'est pas différent en valeur absolue du chômage courant, justifiant l'introduction d'un terme en variations. L'élimination des effets non significatifs conduit à l'estimation (2). La régression est médiocre en terme de précision (0,72 %) compte tenu d'un écart type de la variable estimée de l'ordre de 1 %.

Tableau 9 EQUATION DE TAUX D'EPARGNE DES MENAGES*
ETATS-UNIS 1957-1986

ESTIMATIONS	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
s(-1)	0,51 (2,8)	0,45 (2,9)	0,38 (2,6)	0,34 (2,6)	0,35 (2,4)	0,44 (3,4)
$\Delta \log R$	0,21 (1,8)	0,22 (1,9)	0,33 (3,0)	0,38 (3,8)	0,37 (3,2)	0,34 (3,6)
$\Delta \log R(-1)$	-0,001 10,01					
CHO	0,48 (2,1)					
CHO(-1)	-0,59 (3,5)					
ΔCHO		0,54 (3,6)	0,55 (4,1)	0,55 (4,5)	0,54 (4,0)	0,69 (5,4)
Retraites ^a 1)				-0,88 (2,5)		
2)					-0,42 (1,0)	
3)						-0,20 (2,8)
Encaisses réelles			0,46 (2,7)	1,02 (3,7)	0,67 (2,6)	0,31 (2,0)
Taux d'intérêt réel	0,059 (0,4)					
Temps	0,03 (1,1)	-0,03 (1,5)		-0,05 (1,9)	-0,01 (-0,3)	
SER %	0,75	0,72	0,64	0,58	0,64	0,57
DW	2,0	2,0	1,9	2,2	1,9	2,1

* moindres carrés ordinaires - Les nombres entre parenthèses sont les T de Student

Le taux d'épargne utilisé est brut, hors FBCF des EI et hors épargne des fonds de retraite privés - La définition du revenu réel est cohérente avec cette définition.

a:3 types d'épargne retraites sont testées :

- 1) fonds privés 2) fonds publics
3) fonds privés y compris plus-values.

On introduit ensuite les termes correctifs. En premier lieu est testé l'effet d'encaisses réelles qui se substitue donc à l'effet pur de l'inflation traditionnellement testé dans les modèles de consommation. La régression est nettement améliorée, l'autorégressivité diminue et le trend disparaît, mais le gain par rapport à l'introduction directe de l'inflation n'est pas décisif. L'avantage de cette formulation est cependant de pouvoir évaluer la fraction d'encaisses effectivement reconstituée. A court terme, ce sont 46 % mais ce pourcentage passe à 74 % à long terme. Il n'est pas significativement différent de 1. On ne peut donc pas rejeter l'hypothèse d'une absence d'illusion monétaire des ménages américaines.

Les corrections retraites sont ensuite testées. L'estimation (4) fait apparaître une équivalence presque totale à court terme entre épargne retraite des fonds privés et l'épargne des ménages au sens strict. Compte tenu du terme autorégressif, ces résultats conduisent au résultat paradoxal d'une surcompensation à long terme. Mais ils sont fragiles et conduisent à surestimer également la compensation inflationniste.

L'interprétation est rendue difficile par l'évolution récente. La désépargne observée des régimes privés est due, on l'a vu, à une baisse des cotisations des régimes ayant des réserves excédentaires, baisse liée à l'envolée des taux d'intérêt et des cours de Wall Street. Cette épargne négative des fonds de retraite privés n'est donc pas le reflet de leur appauvrissement, bien au contraire. Plutôt que de tester l'épargne, il vaut donc mieux introduire l'accroissement du patrimoine des régimes de retraite et d'assurance-vie dont les ménages sont, on l'a vu, partiellement propriétaires. L'estimation obtenue avec cette variable réduit très sensiblement l'équivalence de l'épargne des régimes privés. (6). A long terme, la compensation est de 36 %, ce qui n'est pas contradictoire avec le coefficient de 28 % correspondant au pourcentage de régimes de capitalisation pure qui avait été utilisé dans la partie I. Les effets d'équivalence avec l'épargne retraite privée disparaissent lorsqu'on introduit les plus-values patrimoniales (7). L'estimation (5) ne permet pas par ailleurs de conclure à une équivalence avec l'épargne des régimes publics. La fragilité de ces

Tableau 9 (suite)

ESTIMATIONS	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
s(-1)	0,34 (2,4)	0,31 (2,2)		0,08 (0,5)	0,10 (0,6)
$\Delta \log R$	0,35 (3,6)	0,34 (3,5)	0,27 (2,6)	0,33 (3,2)	0,31 (3,1)
ΔCHO	0,53 (3,4)	0,42 (3,4)	0,38 (2,9)	0,15 (0,9)	
Retraites 3)	0,11 (1,2)				
Encaisses réelles	0,48 (2,1)	0,53 (2,4)	0,73 (2,7)	0,60 (2,1)	0,56 (2,0)
Plus-values ^b 1) actions	-0,008 (1,1)	-0,014 (2,4)			
2)			-0,050 (2,0)	-0,06 (2,5)	-0,07 (3,0)
Plus-values ^b 1) immobilières	-0,050 (1,5)	-0,061			
2)			-0,29 (2,9)	-0,25 (2,1)	-0,24 (2,1)
Δ Crédit				-0,42 (2,1)	-0,53 (3,6)
Temps &			0,04 (2,4)	0,05 (3,0)	0,05 (3,2)
SER &	0,55	0,56	0,52	0,49	0,49
DW	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9

cf notes Tableau 3.1

b: Les plus-values sont lissées sur 2 périodes en 1) ou sur 6 périodes en 2).
Dans ce cas la période d'estimation est 1961-1986.

Les plus-values réelles sur les actifs, introduites en moyenne mobile sur deux ans, ont un impact significatif bien que faible sur l'épargne (8). Au total, les gains financiers seraient consommés à hauteur de 2 %, les plus-values immobilières à hauteur de 9 %. Ces effets sont sans doute sous-estimés, car il faut probablement du temps pour que les ménages prennent conscience de la réalité de l'accroissement de leur richesse. L'usage de données annuelles ne permettant pas d'estimer un profil temporel long pour ces variables, un simple lissage sur 6 périodes a été retenu dans (9). Il suffit à augmenter sensiblement les coefficients qui passent respectivement à 5 % et 29 %, et à améliorer nettement la régression. Dans ce cas, le terme autorégressif n'est plus significatif, un léger trend positif apparaît et l'effet du taux de chômage diminue nettement. L'effet d'encaisses réelles n'est pas modifié sur le long terme.

Deux conclusions importantes peuvent être tirées de cette dernière estimation. Les plus-values en capital ne sont que très partiellement assimilées à du revenu par des ménages, même dans une perspective longue. Les gains financiers sont beaucoup moins consommés que les gains immobiliers. La faible intégration des plus-values financières est en accord avec les estimations du modèle américain M.P.S. (Brayton et Mausekopf 1985) ou celles de Carroll et Summers (1987). Elle peut tenir à l'absence de prise en compte des plus-values obligataires, difficilement chiffrables dans les statistiques américaines. Des raisons plus profondes expliquent aussi ces résultats. Les actifs financiers sont détenus en grande majorité par des ménages à haut revenu qui développent des stratégies patrimoniales sans rapport direct avec leur comportement de consommation. La détention d'actifs immobiliers n'obéit pas à la même logique. La possession d'un logement est largement plus répandue dans toutes les classes de revenu, et les gains en capital, s'ils ne sont pas facilement réalisables par la vente effective le sont indirectement par un accès au crédit élargi : Lockett et August (1985) expliquent ainsi l'envolée des crédits accordés aux ménages en 1977 et 1978 par les plus-values qui auraient incité les banques à développer les prêts gagés sur la valeur du logement. La suppression en 1982 de certaines restrictions a permis l'apparition de nouvelles formes de crédit de type revolving, garanties sur l'habitation et dont la finalité était la consommation.

Ceci nous conduit naturellement aux effets d'offre liés à la variation du crédit. Elles ont un impact important et négatif sur l'épargne des ménages, mais cette variable affaiblit l'effet du chômage (10). Les variations du crédit se substituent au taux de chômage avec une légère amélioration de l'estimation en (11). L'interprétation de FLAVIN (1985) de la variable de taux de chômage comme proxy des contraintes de liquidité des ménages trouve donc là une confirmation empirique.

Les résultats obtenus ici incitent cependant à la prudence. Une économétrie plus fine devrait prendre en compte les éléments de l'évolution du crédit qui sont liés à des facteurs de demande : le cycle des emprunts est lié sans nul doute à celui des achats de biens durables. Mais le record historique d'endettement (en 1987, il atteint 25,7 % du revenu disponible pour le seul crédit à la consommation et 100 % pour l'ensemble du crédit) ne peut s'expliquer que par des politiques d'offre. La liste est longue des innovations bancaires dans ce domaine depuis dix ans. Outre celles cités plus haut, il faut mentionner la concurrence accrue par l'apparition de nouveaux offreurs (Savings and Loan Associations, Securities Brokerage Firms), l'allongement de la durée moyenne des crédits, le développement d'un marché secondaire des crédits sur l'automobile, l'augmentation des prêts personnels aux étudiants et des prêts sur contrat d'assurance-vie.

La chute du taux d'épargne des ménages publié par le Département du Commerce américain est donc le produit de pures illusions statistiques et de phénomènes bien réels. Si le taux est mesuré au sens strict, c'est-à-dire hors épargne retraite et conformément à ce que suggère l'économétrie, la baisse ne dépasse pas un point entre 1981 et 1986, ce qui est peu significatif au vu des erreurs de mesures habituelles. En se basant sur l'équation (9) qui exclut un effet direct du crédit, la moitié de la baisse est expliquée: les effets cycliques, appréciés par le taux de croissance du revenu réel et la variation du taux de chômage, auraient dû le faire augmenter de 0,4 %, mais la réduction de l'inflation et les plus-values patrimoniales ont eu un impact négatif global de 0,8 %.

*

*

*

Les questions posées en introduction étaient larges. Peut-on correctement comparer les taux d'épargne dans les grands pays de l'OCDE ? Comment interpréter les écarts observés depuis les années soixante entre les Etats-Unis, le Japon et les pays européens ? Peut-on déduire de la comparaison une grille de lecture des évolutions des taux observées dans les années quatre-vingt. La démarche adoptée ici a permis de déblayer le terrain. Les plus gros biais statistiques ont tout d'abord été corrigés, ce qui a rapproché le taux d'épargne américain de ceux des autres pays, à l'exception de celui du Japon dont le niveau s'affirme extrêmement élevé. La deuxième étape était plus délicate dans son principe mais justifiée : il a fallu harmoniser le traitement comptable de la protection sociale des pays, dans la mesure où la perception qu'ont les ménages de certains de ces transferts n'est sans doute pas aussi radicalement différente d'une économie à l'autre que ne le feraient penser les méthodes comptables. Ceci n'a pas permis de réduire l'écart japonais, En revanche, le calcul a dégagé une lecture originale de la baisse spectaculaire du taux d'épargne américain dans les années quatre-vingt. Elle ne serait que le reflet d'une imputation comptable fort éloigné du comportement des ménages. Ainsi se trouve nuancée, voire invalidée, la thèse mettant en avant le caractère "anormalement dépensier" des ménages américains dans les années récentes.

L'ultime étape consistait à élargir l'approche comptable de l'épargne en intégrant a priori les variations réelles de la partie liquide puis investie du patrimoine des

ménages dans leur revenu. Ceci nous a permis de porter un cran plus haut la tentative d'harmonisation.

L'inflation modifie partout la perception des niveaux et des profils des taux d'épargne sur les années soixante-dix comme sur les années quatre-vingt. C'est notamment le cas au Japon où l'observation du ratio corrigé suggère un comportement d'épargne relativement "régulier" en longue période mais perturbé pendant plusieurs années par la vigueur du choc inflationniste de 1973/1974 et la dévalorisation des patrimoines financiers des ménages qui l'a suivi. La correction pratiquée est-elle licite d'un point de vue des comportements? L'exemple américain montre un effet d'encaisses réelles fort, proche de l'équivalence adoptée en principe de correction. Le résultat suggère que l'on tient là un facteur essentiel de l'évolution de moyen terme des taux d'épargne.

L'observation des variations de la richesse financière des ménages est déroutante. La comparaison a permis de confronter des évolutions nationales connues. En supposant que les gains en capital représentent bien un revenu "caché" de la part des ménages, la forte divergence japonaise est maintenue, mais le comportement de moyenterme de l'épargnant américain apparaît alors plus proche de celui de l'épargnant européen : se dégage un élément d'interprétation lié à l'accumulation patrimoniale des ménages sur la longue période qu'il conviendrait de consolider. Cependant, la validité de la correction sur le plan des comportements a été fortement questionnée par l'économétrie américaine. Il se confirme que la propension à consommer les plus-values financières est faible, ce qui affaiblit la portée d'une comparaison internationale des taux incorporant les plus-values.

Enfin, L'incorporation des plus-values immobilières et foncières s'est révélée surprenante. Les résultats demeurent fragiles, limités par le nombre restreint de pays sous revue. Ils montrent cependant l'importance cruciale jouée dans certains pays par les gains en capital dégagés sur des actifs non-financiers. Ceux-ci peuvent être porteurs d'effets de richesse dépassant largement en masse ceux induits par l'évolution de la sphère financière. L'exemple américain, là aussi a montré qu'ils influaient sur les comportements

financiers à travers la dynamique d'endettement. Ils représentent un vecteur sans doute essentiel de l'intégration des comportements réels et financiers qui demeure encore mal connu et peu présent dans les analyses traditionnelles de l'épargne..

A partir de ces résultats, il est maintenant possible de faire un pas supplémentaire dans la compréhension des divergences de taux d'épargne entre pays. L'enchaînement des corrections produit plusieurs résultats frappants: renforcement de la spécificité japonaise, rapprochement des taux américain français et allemand, chute du taux britannique.,inversion des positions française et allemande. Il est remarquable d'observer que la nouvelle hiérarchie cadre parfaitement avec la tentative de classification des pays en fonction des arguments théoriques mis en avant par la théorie du cycle de vie., ce qui n'est pas le cas en utilisant les ratios officiels. Le résultat devrait être confirmé sur un échantillon plus représentatif, mais renforce l'idée d'une détermination structurelle des niveaux des taux en fonction des caractéristiques socio-démographiques des pays.. Il invite à travailler la validation empirique de la théorie sur des taux d'épargne harmonisés.

Le point le moins élucidé de cette étude est sans doute le comportement des ménages vis-à-vis du crédit. L'endettement des ménages est très différent d'un pays à l'autre. Mais a-t-il contribué significativement aux écarts des taux d'épargne ?Le crédit a littéralement explosé dans les pays sous revue, mais les résultats économétriques ne permettent pas vraiment de lui attribuer un rôle précis dans les évolutions du taux américain. A-t-il simplement accompagné la consommation des ménages, et l'achat des biens durables ou bien l'offre de crédit a-t-elle été un facteur décisif ?

Répondre à la première question exigerait d'explorer dans chaque pays les contraintes de liquidités et leur rapport avec l'offre de crédit.

Répondre à la deuxième question nécessiterait d'estimer des modèles plus complexes du comportement des ménages, où consommation, achats de biens durables, investissement logement et demandes de crédit seraient simultanément déterminés. Parallèlement, l'offre de crédit devrait être spécifiée. Ces deux thèmes semblent des pistes intéressantes pour une prolongation de cette recherche.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BLADES D. : Mesures possibles de l'épargne. Etudes spéciales de l'OCDE
- BERNHEIM D, SHOVEN J.. Pension funding and saving in "Pensions in the US economy", Z. Bodie, Shoven, Wise eds., NBER, University of Chicago press 1988
- BRAYTON F. MAUSKOPF F. : The Federal Reserve Board MPS Quaterly Econometric Model of the US Economy. Economic Modelling Vol 2, n° 3, 1985
- BLINDER A. DEATON F. : The Time Series Consumption Function Revisited. Brookings Papers on Economic Activity n° 2, 1985
- CARROL C. SUMMERS L. : Why is US National Saving so low ? Brookings Papers on Economic Activity n° 2, 1985
- CHARPIN F.. Les fonctions de consommation dans le modèle MIMOSA, document de travail CEPII-OFCE n° 87-01
- CHRISTIANO L. : Why is Consumption Less Volatile Than Income ? Federal Reserve Bank of Minneapolis
- DEUTSCHE BUNDESBANK : Rapport mensuel. août 1987
- FELDSTEIN M. : Social Security and Private Savings : International Evidence in an Extented Life-Cycle Model, in M. Feldstein and R. Inman, eds., The Economics of Public Services. London, Macmillan, 1977
- FLAVIN M. : Excess sensitivity of consumption to curent income : liquidity constraints or myopia , Canadian Journal of Economics, XVIII, n° 1, 1985
- GRAHAM J. : International Differences in Saving Rates and the Life Cycle Hypothesis. European Economic Review, n° 31, 1987
- HAYASHI F. : Why is Japan's Saving Rate so Apparently High , National Bureau of Economic Research, Macroeconomics annual, volume 1, 1986
- HENDERSHOTT H. PEEK J. : Private Saving in the United States 1950-1985. National Bureau of Economic Research. Working paper n° 2294, 1987
- HENDRY ET ALII : Econometric Modelling of the Aggregate Time-Series Relationship betwenn Consumers' Expenditure and Income in the United Kingdom. The Economic Journal, n° 88, 1978

- KESSLER D. et alii L'Épargne en Europe. Rapport ronéo. Fondation pour la recherche économique et financière 1987
- INSEE-DP Rapport du groupe d'études économétriques concertés sur le comportement d'épargne des ménages. Ronéo 1986
- LUCKETT C. AUGUST J. : The Growth of Consumer Debt. Federal Reserve Bulletin, juin, 1985
- MINCZELES A., SICSIC P. Incidence de la désinflation et des plus-values sur les variations de richesse et la consommation des ménages, Cahiers économiques et monétaires, n° 28, 1988
- MODIGLIANI F. : Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations. American Economic Review, vol 76, n° 3, 1986
- MUNNELL A. : Pension Contributions and the Stock Market. New England Economic Review, Nov/Dec, 1987
- PECHA J., SICSIC P.. Développement du crédit à la consommation et économie réelle, Revue d'économie financière n° 5-6, 1988
- PEEK J.. Household wealth composition: the impact of capital gains, New England economic review, nov-dec 1986
- POTERBA J. Taxation and corporate savings, Brookings papers on economic activity n°2 1985
- SUMMERS L.. Capital taxation and accumulation in a life cycle growth model, The american economic review, vol 71 n° 4, 1981
- STURM P. : Les déterminants de l'épargne : théorie et études empiriques, Revue économique de l'OCDE, n° 1, 1983

17 FEV. 1989

Collection
des rapports

Novembre 1988

N° 47



Sont récemment parus

- ▶ Hors Collection : L'emploi des femmes dans la dynamique spatiale - Ressemblance et diversité sociale des quartiers de l'Ile-de-France, Annexe 2, par Isa Aldeghi, Frédéric Chateau, Nicole Tabard, Juin 1988.
 - ▶ Le système d'enquêtes "Conditions de vie et aspirations des Français", Opinions et aspirations en France - 10 années d'observation (1978-1988), Equipe "Aspirations", N° 43, Octobre 1988.
 - ▶ Développement social des quartiers : Les sites concernés et leurs caractéristiques socio-économiques par rapport aux autres communes françaises ou aux autres quartiers de l'ILE-DE-FRANCE, par Nicole Tabard, Isa Aldeghi, Frédéric Chateau, Thierry Lambert, N° 44, Avril 1988.
 - ▶ L'emploi des femmes dans la dynamique spatiale, par Isa Aldeghi, Frédéric Chateau, Thierry Lambert et Nicole Tabard, N° 45, Septembre 1988.
 - ▶ Le système d'enquêtes "Conditions de vie et Aspirations des Français", Attitudes vis-à-vis de l'énergie, rapport technique complémentaire, vague de printemps 1988, N° 46, Novembre 1988.
- 