

INFLATION, PLUS-VALUES ET ÉPARGNE

Peter Hill

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	170
I. Le concept de revenu	171
II. Variations du patrimoine réel	172
III. Plus-values et revenu	175
IV. Analyse du comportement des consommateurs	179
Conclusions	182
Bibliographie	183

L'auteur est chef de la Division des Statistiques économiques et des Comptes nationaux au Département des Affaires économiques et statistiques. Une première version de ce document a été présentée à la Conférence internationale sur la politique économique et la comptabilité nationale qui s'est tenue à l'Université de Bergame en janvier 1984. Les opinions exprimées ici sont celles de l'auteur et n'engagent ni l'OCDE ni les bureaux statistiques des pays Membres. L'auteur remercie Peter Sturm pour ses observations.

INTRODUCTION

L'analyse économique et, surtout, l'étude du comportement des consommateurs, sont compliquées par le fait que, dans un contexte inflationniste, les mesures du revenu **et de** l'épargne que fournissent les comptes nationaux, ne tiennent pas compte des effets **des** variations de prix sur la valeur réelle des actifs. **Or**, on sait apprécier désormais **les** conséquences des augmentations du niveau général des prix **sur les** actifs et les passifs monétaires. Ces augmentations influencent probablement le comportement économique d'une façon systématique qu'il est difficile de **saisir** en utilisant le concept de revenu et d'épargne tel qu'il est défini dans les systèmes comptables, comme le **Système de Comptabilité Nationale** (SCN) reconnu au niveau international et utilisé par l'OCDE, les Nations Unies et par la plupart **des** bureaux statistiques nationaux. Le problème se complique davantage en période d'accélération rapide de l'inflation, comme celle qui est apparue au milieu **des années** 1970, dans la plupart des pays **de** l'OCDE, ou de **ralentissement important**, comme on a pu l'observer au début **des** années 1980, dans beaucoup d'Etats Membres.

Actuellement, l'une **des** grandes préoccupations des responsables politiques est de déterminer **si** le récent ralentissement de l'inflation stimulera en soi une progression soutenue de la consommation des ménages, augmentant ainsi les taux de croissance économique. Malheureusement, les données relatives au revenu et à l'épargne, que fournissent les comptes nationaux, ne permettent pas de répondre à ces questions critiques. En effet, cette information est incomplète et peut même induire en erreur car elle ne tient pas compte des moins-values réelles qu'accusent régulièrement les actifs monétaires des ménages à cause de l'inflation. Ce problème n'est pas limité aux ménages: il touche aussi **le** revenu et l'épargne d'autres secteurs économiques, notamment les administrations publiques, comme l'indiquent **les** comptes nationaux. Ainsi, on **peut** objecter que **les** mesures existantes **de l'épargne** publique, et donc **des** excédents ou des déficits budgétaires, ne sont sans doute pas toujours appropriées et pourraient éventuellement donner une fausse indication de l'orientation de la politique budgétaire en période de forte inflation. C'est pourquoi les économistes **et** les comptables nationaux constatent tous, avec de plus en plus d'inquiétude, que les mesures actuelles du revenu et de l'épargne que fournissent les comptes nationaux, ont besoin d'être complétées par d'autres données relatives aux plus-values et aux moins-values réelles des actifs, en particulier des actifs financiers, détenus par les divers secteurs économiques, et qu'il faudrait donner la priorité à l'obtention de ces informations. **Aussi** l'objet du présent document est-il d'expliquer **les** limites de ces

mesures du revenu et de l'épargne, dans un contexte inflationniste, telles que les présentent les comptes nationaux, et d'indiquer la nature des corrections qu'il conviendrait d'apporter du point de vue de l'analyse économique et de la politique qui en découle'.

I. LE CONCEPT DE REVENU

On a beaucoup écrit sur le concept de « revenu » avant même de s'interroger sur la valeur de la mesure du revenu et de l'épargne dans des conditions inflationnistes². La définition la plus communément admise, au départ, était celle de Hicks (1946) pour qui le revenu est la valeur maximale qu'un individu peut dépenser pendant une période donnée tout en espérant *se* trouver dans une situation aussi favorable à la fin de cette période qu'au début³. On peut rendre cette formule plus opérationnelle en définissant le revenu comme le montant maximum qui peut être **dépensé** pendant une période donnée tout en maintenant intacte la valeur nette réelle du patrimoine, ce qui, à son tour, peut *se* traduire par la somme de la consommation effective et de la variation du patrimoine réel. C'est la version que l'on trouve dans l'article bien connu de Meade et Stone sur la comptabilité nationale, **qui** a été publié, en 1941, dans *The Economic Journal*⁴.

La valeur nette du patrimoine est un poste rééquilibrant, un résidu comptable, qui est égal à la valeur totale courante de tous les actifs détenus par un individu **moins** le total du passif. C'est un montant monétaire qui représente le potentiel net d'acquisition de biens et de services à un moment donné. Ainsi, la variation de la valeur nette réelle **du** patrimoine entre deux périodes données **dépend** non seulement des changements de la valeur nominale de l'actif et du passif de l'intéressé, mais aussi des variations des prix de tous les biens et services qu'il consomme. Par conséquent, pour obtenir **la** variation de la valeur nette **réelle** du patrimoine, les valeurs monétaires du patrimoine, au début et à la fin de la période comptable, doivent être exprimées en unités de pouvoir d'achat constant. Étant donné que la variation du patrimoine réel doit aussi être mesurée de la même manière que la consommation à une période identique, elle doit prendre pour référence les prix moyens à la consommation en vigueur au cours de cette période comptable. C'est la démarche que nous adoptons ici. Bien que l'on parle de variation du patrimoine réel, on mesure néanmoins cette valeur aux prix de la période courante et non à ceux d'une période de référence donnée.

Dans la pratique, le **SCN** ne donne aucune définition complète du revenu qui corresponde au concept de **Hicks**, c'est-à-dire la consommation plus la variation du patrimoine réel. Au contraire, il distingue trois différents types de revenu, le revenu des facteurs, le revenu de la propriété et les transferts courants non contractuels, tous étant **basés** sur des transactions effectives ou imputées. Une mesure comme le revenu total des ménages est obtenue à partir **des** divers éléments qui la composent mais l'agrégat lui-même n'est pas défini séparément. Le chapitre 7 du **SCN** fournit des définitions précises des divers types de revenu, qu'il n'est pas nécessaire d'approfondir ici.

La distinction entre les transferts courants et les transferts en capital est assez vague, ce qui est sans doute inévitable. Les transferts courants sont définis comme étant **des** transferts **prélevés** sur le revenu courant et servant normalement à la consommation. **Les** transferts en capital sont des transferts forfaitaires qui sont prélevés sur la fortune à intervalles irréguliers et de manière occasionnelle. **Toutefois**, il n'existe pas de critère précis qui permette de distinguer les transferts courants des transferts en capital. Les intérêts sont considérés comme un transfert **de** revenu provenant **de** l'utilisation, par un agent économique, des actifs financiers appartenant à **un** autre agent **économique**.

En déduisant du revenu total, tel qu'il est mesuré par les comptes nationaux, diverses retenues régulières, en particulier, les versements d'intérêts, les impôts et **les** cotisations sociales et autres transferts courants, on obtient le revenu disponible. Si l'on retranche ensuite **les** dépenses de consommation, on aboutit à l'épargne. Le revenu disponible est la mesure qui se rapproche le plus du concept de revenu **de** Hicks. **Naturellement**, les deux concepts diffèrent dans la mesure où la variation **de** la valeur nette réelle **du** patrimoine n'est pas **égale** à l'épargne, la consommation recouvrant la même notion dans les deux cas. Bien que l'épargne s'obtienne par des **résidus** dans les comptes nationaux, elle reflète le résultat net **d'un** grand nombre de transactions et doit se matérialiser sous forme d'**acquisitions** nettes d'actifs quelconques, y compris les liquidités. Cependant, ces actifs peuvent être acquis ou cédés par des transferts en capital qu'il convient d'exclure de **la** présente étude? Même si l'on fait abstraction **des** transferts en capital, la variation **du** patrimoine réel se distingue **de** l'épargne, c'est-à-dire de l'acquisition nette **d'actifs** corporels ou financiers, **d'un** montant **égal aux** plus-values réelles qui s'ajoutent à ces actifs. La section suivante indique très précisément comment on **peut** décomposer la variation **du** patrimoine réel en épargne et en plus-values réelles.

II. VARIATIONS DU PATRIMOINE RÉEL

Nous nous contenterons d'utiliser ici un bilan simplifié qui distingue quatre types d'actifs **tout en** sachant qu'il faudrait procéder à une décomposition plus **importante** si l'on voulait calculer effectivement **les plus-values** et **les moins-values**. Tout d'abord, il convient **de faire la** différence entre **les** actifs corporels et financiers. **En second lieu**, **les** actifs financiers doivent **être** subdivisés en actions, en obligations et en actifs monétaires. Les actifs monétaires sont **des** actifs dont **la valeur** nominale **reste** constante, **comme les bons du Trésor**, **les comptes d'épargne**, **les prêts** et **les espèces elles-mêmes**. Dans la pratique, **la** distinction entre **les actifs** monétaires et **les obligations** est quelque **peu** arbitraire *et*, par souci **de** commodité, **la** frontière utilisée ici correspond à la distinction qui existe entre **les bons à court** terme et les obligations, conformément à la **définition du** tableau 7.2 **du SCN**. **Ce** qui compte **ici**, c'est que **le** cours d'une obligation peut beaucoup

varier en un **an**, contrairement à celui d'un **bon** à court terme dont la première échéance est toujours inférieure à un an et dont le cours ne varie pas beaucoup par rapport à sa valeur nominale. Etant donné l'importance des actifs monétaires dans l'analyse qui suit, on indiquera séparément les actifs et les passifs monétaires.

Soit : A_t = valeur **des** actifs corporels nets détenus à l'instant t
 S_t = valeur **des** actions détenues à l'instant t
 B_t = valeur des obligations détenues à l'instant t
 M_t = valeur **brute des** actifs monétaires détenus à l'instant t
 L_t = valeur des passifs monétaires en cours à l'instant t

L'indice t se rapporte à la fin de la période comptable t .

La valeur nette du patrimoine d'une unité économique, W_t , à la fin d'une période t , s'écrit ainsi :

$$W_t = A_t + S_t + B_t + M_t - L_t \quad (1)$$

Soit ΔA_t , ΔS_t , etc., représentant les montants **nets** des divers actifs acquis ou cédés, au cours de la période t , à la suite d'opérations effectuées avec d'autres unités économiques. ΔA_t comprend **aussi** la consommation de capital **aux** coûts courants.

Il nous faut, à présent, quatre indices de prix séparés portant respectivement sur **les** actifs corporels, **les** actions, **les** obligations et les biens et **services**.

Soit : p_t^A = un indice de prix spécifique pour les actifs corporels

p_t^S = un indice de prix pour les actions

p_t^B = un indice de prix pour les obligations

et P_t = un indice général de prix pour tous les biens et services,

tous prenant **comme** référence le milieu de la période t . **Les** actifs détenus au début et à la fin de la période t peuvent ensuite être réévalués aux prix en vigueur au milieu **de cette** période, en utilisant **les indices** appropriés. La différence entre les deux chiffres obtenus doit refléter les acquisitions nettes d'actifs qui ont eu lieu au cours de cette période. Ainsi,

$$A_t/p_t^A - A_{t-1}/P_{t-1}^A \approx \Delta A_t \quad (2)$$

$t-1$ représentant la fin de la période précédente, c'est-à-dire le début de la période t .

Les deux **termes** ne sont pas strictement égaux, sauf si les prix moyens auxquels **les** opérations sont effectuées coïncident avec **les prix observés** effectivement au milieu **de la** période. En pratique, cette approximation a des chances d'être **assez proche de** la réalité pour les actifs corporels dont **les** prix évoluent généralement **sans** à-coups et de façon monotone, mais on ne peut en **dire** autant **des** actions et des obligations. Toutefois, pour ces actifs financiers, on peut toujours améliorer l'approximation en retenant une période comptable plus courte, par exemple, un trimestre au lieu d'une année. Si l'on utilisait la continuité au lieu

de l'analyse périodique, l'écart disparaîtrait complètement. C'est pourquoi l'équation (2) est traitée ci-après comme une égalité bien qu'elle ne soit, en pratique, qu'une approximation quand on utilise les données comptables effectives pour des périodes discrètes.

On peut récrire l'équation (2) comme suit :

$$A_t = A_{t-1} + (p_t^A / p_{t-1}^A - 1)A_{t-1} + p_t^A \Delta A_t \quad (3)$$

On voit ici comment on peut exprimer la valeur des actifs à la fin de la période t en fonction de leur valeur initiale du début de période en ajoutant les plus-values nominales enregistrées au cours de cette période et les acquisitions nettes d'actifs, y compris les plus-values nominales qui s'y rapportent. On peut écrire des équations semblables à (2) pour les actions et les obligations. Ainsi,

$$S_t / p_t^S - S_{t-1} / p_{t-1}^S = \Delta S_t \quad (4)$$

et

$$B_t / p_t^B - B_{t-1} / p_{t-1}^B = \Delta B_t \quad (5)$$

Les équations correspondantes qui concernent les actifs et les passifs monétaires sont plus simples parce qu'il n'y a pas de réévaluation. Ainsi,

$$M_t - M_{t-1} = \Delta M_t \quad (6)$$

$$L_t - L_{t-1} = \Delta L_t \quad (7)$$

La variation du patrimoine réel entre le début et la fin de la période peut être mesurée comme suit, selon le niveau de prix en vigueur au milieu de la période :

$$W_t / P_t - W_{t-1} / P_{t-1} = \Delta \bar{W}_t \quad (8)$$

la barre au-dessus du W indiquant que la variation se rapporte au patrimoine réel et non pas nominal. Cette variation est toujours évaluée de la même manière que les dépenses de consommation de la même période.

Si l'on porte les équations (1) à (7) dans l'expression (8), on obtient :

$$\begin{aligned} \Delta \bar{W}_t = & 1/P_t [(p_t^A / p_{t-1}^A - P_t / P_{t-1})A_{t-1} \\ & + (p_t^S / p_{t-1}^S - P_t / P_{t-1})S_{t-1} \\ & + (p_t^B / p_{t-1}^B - P_t / P_{t-1})B_{t-1} \\ & + (1 - P_t / P_{t-1})(M_{t-1} - L_{t-1}) \\ & + (p_t^A \Delta A_t + p_t^S \Delta S_t + p_t^B \Delta B_t + \Delta M_t - \Delta L_t)] \end{aligned} \quad (9)$$

L'équation (9) décompose la variation du patrimoine réel en cinq éléments :

- i) plus-values ou moins-values réelles des actifs corporels, comme l'indique le premier terme qui fait intervenir A_{t-1} ;
- ii) plus-values ou moins-values réelles des actions, comme l'indique le deuxième terme qui fait intervenir S_{t-1} ;
- iii) plus-values ou moins-values réelles des obligations, comme l'indique le troisième terme qui fait intervenir B_{t-1} ;

- iv) plus-values ou moins-values réelles des actifs et passifs monétaires, comme l'indique le quatrième terme qui fait intervenir M_{t-1} et L_{t-1} ;
- v) acquisitions nettes d'actifs ou de passifs résultant d'opérations effectuées avec d'autres unités économiques.

Dans la pratique, la cinquième composante qui représente les acquisitions nettes, est identique à l'épargne, prise selon la définition des comptes nationaux, comme on l'a vu à la **section** précédente (rappelons que les actifs acquis par les transferts en capital sont exclus de la présente étude).

111. PLUS-VALUES ET REVENU

L'équation (9) peut servir à expliquer un certain nombre d'affirmations qui sont souvent mal démontrées. Tout d'abord, on remarque qu'en l'absence d'inflation, c'est-à-dire si $P_t = P_{t-1}$, les actifs corporels, les actions et les obligations peuvent enregistrer des plus-values et des moins-values réelles qui traduisent les variations des prix relatifs des différents actifs. Par ailleurs, le quatrième terme qui fait intervenir les actifs et les passifs monétaires doit être nul si $P_t = P_{t-1}$. Réciproquement, si l'on suppose, dans notre analyse, que l'inflation se généralise sans qu'il y ait de variation des prix relatifs, c'est-à-dire si :

$$p_t^A / p_{t-1}^A = p_t^S / p_{t-1}^S = P_t / P_{t-1} > 1 \quad (10)$$

les deux premiers termes de l'équation (9) sont nuls mais le quatrième est positif ou négatif selon que le passif est supérieur ou inférieur aux actifs monétaires. Le troisième terme qui fait intervenir les obligations sera probablement négatif parce que, même si le prix de l'obligation varie pendant la durée de cette obligation, il finit par revenir à sa valeur nominale qui reste fixe en termes courants. Par conséquent, alors que le prix des obligations peut beaucoup varier au cours d'une période comptable donnée, il possède les mêmes caractéristiques que les actifs monétaires dont la valeur réelle est constamment érodée par l'inflation. Ainsi, les conséquences pures de l'inflation, c'est-à-dire un même pourcentage d'augmentation de prix pour tous les biens et services, ne concernent que les actifs et les passifs monétaires et les obligations. Quand tous les prix augmentent dans la même proportion, ce sont les seuls actifs qui produisent des plus-values ou des moins-values réelles.

Dans la pratique, tous les prix ne doivent évidemment pas augmenter au même rythme pour que ces conclusions restent valables. L'équation (9) montre bien que la variation des plus-values ou des moins-values réelles des actifs et des passifs monétaires est directement proportionnelle au taux général d'inflation, alors que celles des actifs corporels et des actions dépendent aussi des différents mouvements de prix. Ainsi, en cas de forte accélération (ou de ralentissement sensible) de l'inflation, les moins-values réelles des actifs monétaires augmentent (ou baissent) automatiquement, tandis qu'on ne peut formuler aucune hypothèse a

priori quant à l'ampleur ni même au sens **des** plus-values réelles des actifs corporels et des actions qui dépendent essentiellement **des** variations des prix relatifs. Il se peut que pour une période donnée, **le** prix d'un certain type d'actif, comme le logement, dépasse le taux général d'inflation, entraînant ainsi de très importantes plus-values réelles pour les propriétaires, mais l'inverse pourrait se produire à une autre période.

Revenons, à présent, à notre principale question, à savoir s'il est juste de définir **le** revenu disponible, dans un contexte inflationniste, comme la somme de la consommation et de la variation du patrimoine réel quand cette variation comporte forcément d'importantes plus-values ou moins-values réelles, du moins au titre des actifs et des passifs monétaires. Tout d'abord, **il** convient de noter que cette définition du revenu n'a jamais été appliquée systématiquement, même en période de stabilité des prix parce que les transferts en capital, surtout les transferts exceptionnels, n'ont jamais été considérés comme revenu. La décision de distinguer les transferts en capital des transferts courants et d'exclure les premiers du revenu, dans les comptes nationaux, traduit **le** principe selon lequel les consommateurs réagissent différemment aux deux formes **de** transfert. **Les** transferts en capital ont, par définition, un caractère occasionnel et ont peu de chances d'être dépensés intégralement pendant **la** période où ils sont perçus. Cela ne veut pas dire pour autant que toutes les plus-values ou moins-values réelles doivent être incluses automatiquement dans **le** revenu, même si l'objectif est de se rapprocher **du** concept de Hicks. Certaines d'entre elles peuvent être rejetées pour les mêmes raisons qui justifient l'exclusion de certains types de transfert du revenu courant, comme les transferts en capital. On a déjà souligné **que** les plus-values ou les moins-values réelles des actifs ou passifs monétaires différaient fondamentalement d'autres formes de plus-values ou moins-values, et il convient d'approfondir davantage les répercussions économiques de ces différences.

La principale conséquence est de pouvoir prévoir les plus-values ou moins-values réelles des actifs ou passifs monétaires avec beaucoup moins d'incertitude **que** celles des autres actifs parce qu'elles ne dépendent pas des différents mouvements de prix. Les anticipations relatives au taux général d'inflation seront probablement beaucoup plus fermes que **celles qui** concernent les variations des prix des divers actifs. Après avoir connu **plusieurs années** d'inflation élevée, la majorité des consommateurs feront probablement **des** anticipations inflationnistes assez fermes pour l'avenir proche, qui se traduiront immédiatement par des plus-values ou moins-values anticipées de **leurs** actifs ou passifs monétaires qui, à leur tour, influenceront le comportement. De plus, ces gains ou ces pertes peuvent être très importants étant donné **que les** actifs monétaires nets des ménages peuvent être supérieurs au revenu annuel disponible de ce secteur, comme on l'a vu récemment en Belgique, en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni⁶.

Contrairement aux plus-values ou moins-values réelles des actifs corporels ou des titres, celles des actifs ou des passifs monétaires reviennent régulièrement, d'année en année, dans une conjoncture inflationniste, quoique leur montant absolu puisse varier d'une période à l'autre, comme c'est d'ailleurs le cas de la plupart des recettes courantes ordinaires. **En** fait, les plus-values et les moins-values réelles des actifs ou des passifs monétaires peuvent être considérées

comme permanentes et irréversibles et finiront par être traitées ainsi par la plupart **des** agents économiques. Même si, au début d'une période d'inflation, les agents économiques ne sont pas très conscients des gains et **des** pertes, ils en tiendront forcément compte tôt ou tard, à cause de leur caractère cumulatif. En outre, les plus-values et les moins-values réelles de l'actif ou du passif monétaire ont pour Caractéristique importante de donner lieu à un transfert de patrimoine réel entre des unités économiques identifiables que l'on peut observer et enregistrer. En revanche, **il** n'est pas possible d'identifier les deux parties qui participent au transfert dans le cas des actifs corporels et des titres. Le titulaire d'un actif corporel et d'un titre peut obtenir une plus-value mais celle-ci ne se fait pas au détriment d'une autre unité économique. Inversement, si les détenteurs d'actifs enregistrent des moins-values réelles, **il** n'est pas possible d'identifier les bénéficiaires correspondants.

Ces différences entre **les** plus-values ou moins values réelles des actifs et des **passifs** monétaires, d'une part, et du reste des actifs, d'autre part, influencent le comportement économique. Etant donné que l'on peut prévoir avec une certaine confiance les plus-values et les moins-values réelles des actifs et des passifs monétaires, et que les perdants et les gagnants peuvent être identifiés, les perdants seront en mesure de chercher une compensation. Si les taux d'intérêt nominaux varient avec l'inflation, c'est précisément parce qu'il existe des anticipations fermes d'un transfert de patrimoine réel entre un créancier et un débiteur, que le créancier pourra compenser en imposant des taux d'intérêt plus élevés lorsqu'il négociera un **nouveau prêt**. C'est pourquoi les plus-values et les moins-values réelles anticipées **des** actifs et **des** passifs monétaires se répercutent directement sur le volume **des** opérations effectives enregistrées dans les comptes de revenu et de dépenses, notamment **les** paiements d'intérêts, caractéristique que l'on ne retrouve pas ailleurs. Etant donné que les paiements d'intérêts nominaux enregistrés effectivement dans les comptes nationaux sont affectés de cette manière, on peut objecter que l'information transmise par les comptes actuels de revenu et de dépenses est incomplète et trompeuse, comme on l'a déjà fait remarquer au début de cette étude⁷. Il est quelque peu paradoxal de constater que la prime de compensation versée au titre de la moins-value réelle anticipée d'un actif monétaire rapportant des intérêts est traitée comme revenu mais que la perte effective n'est **pas** considérée comme prélèvement sur le revenu. Dans la terminologie des comptes nationaux, la prime de compensation versée au titre de la moins-value réelle anticipée **est** traitée comme un transfert courant tandis que la moins-value **elle-même est** comptabilisée comme une opération en capital et reportée aux comptes rééquilibrants du bilan.

A première vue, on pourrait résoudre ce problème **en** inscrivant aux comptes nationaux les paiements d'intérêts réels et non pas nominaux. Toutefois, cette proposition se heurte à deux graves objections. D'une part, l'intérêt réel est, avant tout, une notion prévisionnelle dépendant des taux anticipés d'inflation qui sont obligatoirement inobservables. Le taux d'intérêt réel, réalisé ou *ex post* n'est pas nécessairement identique. En second lieu, les moins-values réelles des actifs monétaires recouvrent aussi bien **les** actifs ne rapportant pas d'intérêts que ceux qui en rapportent. **Les** agents économiques réagissent sans doute de la même

manière aux moins-values réelles des deux types d'actifs monétaires, si bien qu'il suffit de rectifier uniquement l'un des deux.

Les comptes n'indiquent pas les moins-values réelles des actifs monétaires avec et sans intérêts, autrement dit, la dépréciation de la valeur réelle des actifs monétaires' résultant de l'inflation. **Une** telle statistique pourrait, bien sûr, faire la distinction entre les moins-values réelles des actifs monétaires rémunérés et celles des actifs **qui ne le** sont pas, mais le fait **de** retrancher les premiers des paiements d'intérêts nominaux ne fournirait toujours pas d'estimation satisfaisante **des** paiements d'intérêts réels, pour les raisons que l'on vient d'évoquer. A quel endroit dans les comptes devrait-on donner cette information supplémentaire, à supposer qu'on en dispose? Elle pourrait figurer comme prélèvement sur le revenu dans le compte de revenu et de dépenses mais cela modifierait radicalement l'ensemble du système comptable. En particulier, l'épargne, poste rééquilibrant du compte, serait réduite d'un montant **égal** aux moins-values réelles des actifs monétaires, de sorte que l'épargne d'un secteur qui est créditeur net, comme le secteur **des** ménages, serait abaissée sensiblement, tandis que celle d'un débiteur net, comme les administrations publiques, pourrait enregistrer une forte progression, ce **qui**, à son tour, se répercuterait sur les postes des opérations en capital de ce système.

Si les moins-values réelles des actifs monétaires étaient intégrées ainsi aux comptes **de** revenu et de dépenses, la mesure actuelle de l'épargne disparaîtrait du système. Toutefois, cette mesure de l'épargne a son utilité. Comme on **t'a** déjà affirmé, elle détermine l'acquisition nette d'actifs corporels et financiers d'un secteur donné, ce qui la rend une statistique importante **de** l'analyse des opérations financières. Notons que la prime de compensation versée à un créancier au titre des moins-values réelles anticipées de ses actifs, entre dans l'opération effectuée entre ce dernier et **le** débiteur (paiement d'intérêts nominaux), tandis que la moins-value elle-même n'est pas une transaction. Aussi peut-on douter du bien-fondé **de son** inclusion dans le compte de revenu et de dépenses.

Un moyen simple de sortir de l'impasse serait d'inscrire les plus-values et les moins-values réelles des actifs **et** des passifs monétaires au-dessous de **la** ligne des comptes de revenu et de dépenses. On pourrait ensuite calculer une seconde mesure ajustée de l'épargne qui tiendrait compte de ces plus-values et moins-values. Il appartiendrait au comptable national de fournir des statistiques des plus-values et moins-values réelles comme constante des comptes nationaux mais ce serait à l'utilisateur des statistiques de choisir la mesure de l'épargne la plus appropriée. Par conséquent, il ne s'agit pas de savoir, en pratique, si la mesure actuelle de l'épargne nette **est** la « bonne », mais plutôt s'il faudrait fournir **deux** mesures pour **des** usages différents, c'est-à-dire avant et après avoir déduit la dépréciation **de** la valeur réelle **des** actifs monétaires.

Dans **le** cas du secteur des administrations publiques, par exemple, la mesure actuelle de l'épargne reflète le résultat net des transactions courantes de l'Etat avec le reste de l'économie. Dans la mesure où les dépenses de ce secteur sont supérieures aux recettes, il lui faut emprunter (ou céder des actifs). Ainsi, l'épargne publique, dans sa définition actuelle, peut avoir des répercussions importantes sur l'inflation, car elle influence **le** montant du nouvel endettement qui comprend aussi **l'argent**. Ce n'est qu'un exemple de la caractéristique de cette mesure de

l'épargne qui détermine le degré de recours à l'acquisition ou à la cession d'actifs corporels ou financiers d'un secteur comme résultat de ses activités courantes. Par ailleurs, un concept large du revenu et de l'épargne peut être plus utile pour analyser la demande. Comme on l'a déjà expliqué, le fait de traiter les plus-values ou moins-values réelles des actifs et passifs monétaires comme des postes courants peut améliorer **le** pouvoir **de** prévision **des** calculs fonctionnels qui visent **a** expliquer **le** comportement **des** consommateurs bien que cette question exige des **analyses** économétriques plus approfondies. **De** plus, **si** les ménages considèrent généralement les moins-values réelles de leurs actifs monétaires, principalement la dette publique, comme des prélèvements courants sur leur revenu, l'orientation de la politique budgétaire en période d'inflation élevée peut être beaucoup plus restrictive que ne semblent l'indiquer le compte existant de revenu et de dépenses des administrations publiques et le chiffre de l'épargne qui en résulte. Ainsi, il faudrait sans doute deux mesures de l'épargne publique, l'une se prêtant probablement davantage à l'analyse des opérations financières et l'autre à la gestion de la demande globale.

Enfin, **il** convient de préciser la manière dont on considère **les** plus-values et les moins-values réelles des actifs corporels et des actions. On pourrait objecter qu'il est illogique de traiter **les** plus-values ou moins-values réelles des actifs monétaires comme des postes courants tout en continuant de considérer celles des actifs corporels et des actions comme des postes d'opérations en capital⁸. Toutefois, **la** distinction entre les plus-values qui **sont** essentiellement courantes et celles **qui ne le** sont pas n'est pas plus illogique que la distinction entre les transferts courants et les transferts en capital. Dans les deux cas, cette distinction ne repose **pas** sur des critères précis et objectifs mais les différences entre les deux types de plus-values sont suffisamment importantes pour justifier un traitement différent. En résumé, les plus-values réelles des actifs corporels et des actions sont incertaines, imprévisibles et irrégulières, tandis que celles des actifs monétaires sont prévisibles, régulières et cumulatives, justifiant une distinction entre **les deux**.

IV. ANALYSE DU COMPORTEMENT DES CONSOMMATEURS

La présente section illustre la difficulté à bien interpréter les mesures actuelles du revenu et de l'épargne, dans un contexte inflationniste, par un exemple qui est très représentatif de la situation économique dans laquelle un certain nombre de pays **se** trouvent aujourd'hui. Il **est** très intéressant de savoir dans quelle mesure une baisse sensible de l'inflation a tendance à stimuler la consommation réelle des ménages. Pour bien faire ressortir les problèmes qui sont soulevés ici, on supposera **que** la croissance des revenus nominaux des ménages, à l'exception des paiements d'intérêts, recule dans les mêmes proportions que l'inflation, laissant ces revenus inchangés en termes réels. On suppose aussi que la propension à

dépenser à partir du revenu réel reste constante. **On** examinera deux cas particuliers. Dans le premier cas, les taux d'intérêt réels sont inchangés, tandis que dans le second, ce sont les taux d'intérêt nominaux qui ne varient pas.

D'après nos hypothèses, quand les taux d'intérêt réels restent constants, la consommation réelle ne varie pas parce que l'ensemble des revenus réels **des** ménages sont inchangés. Toutefois, les comptes nationaux enregistreront une baisse absolue des intérêts nominaux perçus par **les** ménages en même temps qu'une réduction équivalente de l'épargne comptabilisée. Il s'ensuit un fléchissement du taux d'épargne observé, qui pourra être significatif en cas de fort recul de l'inflation, comme cela s'est produit dans certains pays. Cependant, le changement apparent de l'épargne ne stimulera pas la consommation réelle des ménages. On peut poser le problème en d'autres termes. Si les créanciers considèrent les moins-values réelles des actifs monétaires comme **des** prélèvements courants sur leur revenu, quand les taux d'intérêt nominaux baissent dans les mêmes proportions que l'inflation, le revenu des créanciers et les prélèvements sur ce revenu seront réduits d'autant, de sorte que leur revenu disponible et, partant, la consommation ne seront pas atteints. Toutefois, les comptes nationaux décrivent cette situation différemment car les moins-values réelles qui sont exclues des comptes de revenu et **de** dépenses ne sont pas considérées comme des retenues courantes. Ainsi, le revenu disponible comptabilisé recule mais la consommation reste inchangée, pour les raisons que l'on vient d'indiquer, entraînant une baisse équivalente **du** taux d'épargne, qui n'est pas due cependant à une augmentation de la consommation.

A l'autre **extrême**, si les taux d'intérêt nominaux ne baissent pas en réaction au recul de l'inflation, les taux d'intérêt réels montent et augmentent ainsi tes revenus réels des ménages et la consommation réelle. Dans ce cas, les recettes comptabilisées au titre des intérêts nominaux restent constantes, si bien que l'on observe **a** nouveau un fléchissement du taux d'épargne. Contrairement au premier cas, **le** recul de l'épargne va de pair avec une progression correspondante de la consommation en raison de l'augmentation directe du revenu disponible **réel** des ménages, qui résulte de la remontée des taux d'intérêt réels. Bien que la propension **a** épargner observée baisse dans les deux cas, les répercussions sur la consommation sont donc très différentes.

Dans la pratique, on observe plutôt une situation intermédiaire : baisse des taux d'intérêt nominaux mais hausse des taux d'intérêt réels, ce qui complique la situation telle **qu'elle ressort** des comptes nationaux. On pourra assister à un recul important de la propension à épargner mais sans qu'il y ait de véritable contrepartie au niveau de la consommation réelle, comme ce devrait être le cas normalement. La propension à consommer peut sembler légèrement plus forte mais cela ne traduit pas nécessairement un changement profond du comportement des consommateurs. Le fait de se concentrer sur les taux d'épargne observés risque de donner lieu à des affirmations trop optimistes quant à la croissance de la consommation réelle des ménages à long terme, qui serait due au recul de

l'inflation. En fait, ce n'est pas la baisse de l'inflation en soi qui entraîne une progression de la consommation réelle, d'après notre hypothèse, mais plutôt une augmentation *ex post* des recettes perçues au titre des intérêts réels.

Le facteur critique, en ce qui concerne la consommation, est manifestement le degré d'ajustement du taux d'intérêt nominal par rapport aux taux d'inflation réalisée et anticipée. Si les taux nominaux ne s'ajustent, en général, que partiellement, les taux d'intérêt réels auront tendance à baisser quand l'inflation s'accélère et réciproquement. Dans ces circonstances, on pourrait s'attendre à ce qu'une accélération de l'inflation ait un effet négatif sur le revenu et la consommation des créiteurs, **en** particulier des ménages, tandis qu'un ralentissement stimulerait apparemment la **consommation**. Cependant, les comptes nationaux sont susceptibles de donner, dans les deux cas, une impression exagérée de l'incidence sur la consommation s'ils se concentrent sur le taux d'épargne. En effet, les variations des taux d'intérêt nominaux dues à celles du taux d'inflation sont de nature à entraîner des variations correspondantes du revenu et de l'épargne comptabilisés sans se répercuter nécessairement sur la consommation. Quand l'inflation est élevée, une partie ou la totalité des paiements d'intérêts perçus par les créiteurs doit compenser **les** moins-values réelles et ces moins-values constituent des prélèvements courants sur le revenu, **de** la même manière que les impôts ou les cotisations **sociales**. Dans la mesure où les réductions de taux d'intérêt nominaux correspondent à **la** baisse de l'inflation à mesure que celle-ci recule, **on** observe des réductions équivalentes du montant **des** intérêts nominaux et des prélèvements sur ces intérêts, de sorte que le revenu disponible pour la consommation n'est pas touché et la consommation elle-même devrait rester inchangée. Toutefois, les comptes nationaux ne reconnaissent pas les moins-values réelles comme étant des retenues courantes sur le revenu. Dans la situation que l'on vient de décrire, ils se contentent d'enregistrer la réduction des paiements d'intérêts, c'est-à-dire la baisse du revenu, et le maintien du niveau de la consommation, si bien que l'épargne comptabilisée baisse. Evidemment, si les moins-values réelles étaient considérées comme des prélèvements courants sur le revenu, on n'observerait pas de recul de l'épargne. Ainsi, **les** mouvements du taux d'épargne dépendent apparemment moins de l'évolution de la consommation que du concept de revenu (ou de la distinction entre les opérations courantes et en capital) tel qu'il est défini **dans les** comptes nationaux. Aussi convient-il d'être très prudent dans l'interprétation des réductions récentes des taux d'épargne des ménages, qui sont intervenues dans certains pays, car ces dernières ne traduisent pas nécessairement un changement important dans le comportement des consommateurs et peuvent engendrer un optimisme excessif quant à la reprise de la consommation des ménages.

Enfin, d'autres facteurs interviennent probablement dans la réalité, qui influencent le comportement des consommateurs, comme l'amélioration éventuelle de la confiance après une baisse de l'inflation, mais l'abandon des plus-values et des moins-values réelles des actifs et **des** passifs monétaires dans **les** comptes nationaux ne fait que compliquer l'analyse.

CONCLUSION

La réaction **des** consommateurs aux variations du taux d'inflation intéresse directement **la** politique économique. La reprise de la consommation des ménages est **l'un** des mécanismes par lesquels une réduction de l'inflation peut créer des conditions favorables à une croissance économique soutenue. Ainsi, **la** réduction des taux d'épargne des ménages, que l'on observe avec le recul de l'inflation, dans plusieurs pays, a engendré un certain optimisme à cet égard. Toutefois, les économistes et les comptables nationaux ont manifesté **de** l'inquiétude, ces dernières années, quant au bien-fondé du concept de revenu, tel qu'il est défini dans les comptes nationaux, lorsque **les** taux d'inflation sont élevés et sujets à des fluctuations. La mesure de l'épargne est fonction du concept de revenu utilisé **et si** ce dernier **est** insuffisant, **les** mouvements des taux d'épargne observés peuvent donner **des** indications trompeuses sur le comportement des consommateurs.

Le problème vient du fait que le revenu, tel qu'il est mesuré dans les comptes nationaux, ne tient pas compte des effets de l'inflation sur les actifs et les passifs monétaires alors qu'en réalité, les ménages **et** d'autres agents économiques incluent sans doute systématiquement ces effets dans leurs décisions en matière de consommation. Les moins-values réelles des actifs monétaires surviennent avec une **régularité** assez prévisible **en** période d'inflation et les consommateurs qui sont **des** crédateurs nets, **semblent** en être parfaitement conscients. Le concept de revenu que retiennent **les** comptes nationaux, ne repose pas sur **des** critères solides et objectifs et tous les concepts classiques du revenu justifient que l'on inclue ces plus-values ou moins-values. Si l'on élargit ainsi le concept de revenu, les fluctuations des taux d'épargne, observées à la suite des accélérations ou des ralentissements rapides de l'inflation, seront fortement réduites. Par conséquent, on a des raisons de penser que **la** baisse récente des taux d'épargne ne reflète pas vraiment des changements profonds dans **le** comportement des consommateurs, mais plutôt **les** lacunes des mesures utilisées. Cette question est lourde **de** conséquences dans la mesure où elle touche aussi l'épargne d'autres secteurs, en dehors des ménages. Les mesures existantes de l'épargne publique, c'est-à-dire des excédents et des déficits budgétaires, ne sont donc pas toujours les plus appropriées.

Avant la poussée inflationniste des années 1970, cette question avait peu d'importance pratique, ce qui explique le relatif manque d'intérêt qui s'est manifesté **jusqu'à** la fin de cette décennie. En revanche, on pense de plus en plus, à présent, que les comptes nationaux doivent fournir d'urgence des renseignements sur les plus-values et les moins-values réelles de tous les actifs, et pas seulement des actifs financiers. Cela n'implique pas nécessairement **de** grands changements dans le système de comptabilité nationale en vigueur puisque les mesures existantes ont déjà beaucoup d'utilité. Cependant, une information supplémentaire s'impose pour permettre d'élargir les concepts actuels à des fins d'analyse. Tant que cette information ne sera pas généralisée, il sera difficile de soumettre à la vérification empirique une grande partie des questions soulevées ici.

NOTES

1. Une révision du *Système de Comptabilité Nationale* est envisagée dans les organisations internationales principalement concernées, à savoir l'ONU, l'OCDE, la CEE et le FMI. Ces organisations collaborent étroitement à cette révision qui devrait être achevée à la fin des années 1980. Le présent document vise à contribuer aux débats méthodologiques qui ont lieu actuellement autour de l'inflation.
2. Voir l'excellente synthèse des ouvrages antérieurs traitant du concept de revenu, dans l'Introduction de Parker et Harcourt (1969).
3. Hicks a en fait examiné beaucoup d'autres définitions du revenu en étant parfaitement conscient de la difficulté, voire de l'impossibilité, à parvenir à une définition qui soit théoriquement satisfaisante et susceptible d'être mise en pratique. Voir Hicks (1946), pages 171-181.
4. Meade et Stone (1941), pages 216-233.
5. Le concept de revenu avancé par Hicks pose un problème analogue en cas de transferts en capital exceptionnels, « les superprofits », étant donné que la valeur actualisée de ces recettes n'a pas pu être prise en compte dans la valeur nette du patrimoine en début de période. Par conséquent, ces transferts doivent être exclus de toute mesure *ex post* du revenu. Voir Hicks (1946).
6. Voir Cukierman et Mortensen (1983).
7. Plusieurs auteurs se sont penchés récemment sur ce problème : voir Taylor et Threadgold (1979), Jump (1980), Cukierman et Mortensen (1983).
8. Voir Hibbert (1983).

INDEX

- Cukierman, Alex et Mortensen, Jorgen, « Monetary Assets and Inflation Induced Distortions of the National Accounts - Conceptual Issues and Correction of Sectoral Income Flows in Five EEC Countries », *Economic Papers of the EEC*, n° 15, 1983.
- Hibbert, Jack, *La mesure des effets de l'inflation sur le revenu, l'épargne et le patrimoine*, rapport à l'intention de l'OCDE et de l'OSCE, OCDE, Paris, 1983.
- Hicks, J.R., *Value and Capital*, Clarendon Press, Oxford, 2nd edition, 1946.
- Jump, G.V., « Interest Rates, Inflation Expectations, and Spurious Elements in Measured Real Income and Savings », *American Economic Review*, décembre 1980, pages 990-1004.
- Meade, J.E. et Stone, J.R.N., « The Construction of Tables of National Income, Expenditure, Saving and Investment », *Economic Journal*, LI, 1941.
- Parker, R.H. et Harcourt, G.C. (Red.), *Readings in the Concept and Measurement of Income*, University Press, Cambridge, 1969.
- Taylor, C.T. et Threadgold, A.R., « 'Real' National Saving and its Sectoral Composition », *Bank of England, Discussion Paper No. 6*, 1979.
- Nations Unies, *Système de Comptabilité Nationale*, Etudes méthodologiques, Série F, n° 2, Révision 3, New York, 1970.