

L'ÉPARGNE DANS LES PAYS DE L'OCDE : TENDANCES ET COMPORTEMENT

**Andrew Dean, Martine Durand, John Fallon
et Peter Hoeller**

TABLE DES MATIÈRES

Introduction et résumé	8
1. Évolution de l'épargne et de l'investissement	10
A. La baisse des taux d'épargne et d'investissement	10
B. Faut-il s'inquiéter de la baisse des taux d'épargne et d'investissement?	15
II. Épargne et désépargne des administrations publiques	19
III. L'épargne du secteur privé	25
A. Evolution globale..	25
B. L'épargne des entreprises	27
C. L'épargne des ménages.	30
IV. Conclusions	52
Bibliographie.	58

Cet article a été rédigé au sein de la Division des questions économiques générales ; Martine Durand fait maintenant partie de la Division des études nationales et John Fallon, qui était membre de la Division des perspectives économiques, travaille désormais pour l'industries Commission, en Australie. Les auteurs expriment leurs remerciements à Derek Blades, Robert Hagemann, Kenichi Kawasaki, Kenneth Messere et aux autres collègues du Département des affaires économiques et statistiques qui leur ont apporté commentaires et suggestions. Ils remercient aussi Valérie Barca, Marie-Christine Bonnefous, Anick Lotrous et Chantal Nicq pour leur assistance dans le domaine statistique.

INTRODUCTION ET RÉSUMÉ

Les taux d'épargne et d'investissement ont baissé ces 20 dernières années dans la plupart des pays de l'OCDE, au point que, dans certains cas, ils ont pu paraître insuffisants. De plus, les déséquilibres de balance courante associés aux écarts entre taux d'épargne et d'investissement dans les différents pays sont devenus, au cours des années 80, un sujet de préoccupation majeur pour les responsables de la politique économique. Cette dernière décennie a été marquée dans certains pays par une baisse particulièrement rapide du taux d'épargne des ménages. C'est pourquoi, tout en évoquant les problèmes d'épargne et d'investissement au niveau national et même international, la présente étude est avant tout consacrée au comportement d'épargne des ménages, ainsi qu'au patrimoine net et à la situation d'endettement de ce secteur.

L'étude commence par un résumé des principaux faits relatifs à l'épargne et à l'investissement. La section I fait une brève description de l'évolution des taux d'épargne et d'investissement nationaux et examine dans quelle mesure il y a lieu de s'inquiéter de l'écart entre épargne et investissement dans un monde où les marchés financiers sont de plus en plus intégrés. La section II traite du rôle que jouent l'épargne et la désépargne du secteur public. Le reste de l'étude (section III) est consacré aux taux d'épargne du secteur privé, et plus particulièrement des ménages.

Résumé des principaux faits

Les taux d'épargne et d'investissement dans les pays de l'OCDE ont en général été plus faibles dans les années 80 que dans les années 60 ou 70 et les écarts entre pays sont restés importants. La baisse a été moindre en termes bruts qu'en termes nets, la part des amortissements s'étant accrue (section I.A).

Les **décisions d'épargne et d'investissement** du secteur privé sont étudiées dans une optique d'optimisation intertemporelle. Bien qu'il n'y ait pas nécessairement lieu de penser que la légère baisse tendancielle des taux d'épargne et d'investissement nationaux indique une insuffisance dans ces domaines, il semble que, compte tenu des tensions qui s'exercent depuis quelque temps sur les capacités, il faille maintenir un niveau élevé de dépenses d'investissement. De

plus, diverses distorsions, liées notamment à la fiscalité, peuvent déboucher sur une affectation sous-optimale des ressources (section I.B).

La forte **corrélation entre les variations du taux d'épargne et du taux d'investissement** qu'avaient constatée, entre autres auteurs, Feldstein et Horioka (1980), a sensiblement diminué. La libéralisation progressive des flux financiers internationaux dans les années 80 a eu pour effet de faciliter les larges mouvements de capitaux devenus nécessaires pour compenser l'écart entre épargne et investissement enregistré dans de nombreux pays ces dernières années (section I.B).

La diminution de **l'épargne du secteur public** depuis les années 60 a contribué pour une part importante au recul de l'épargne et de l'investissement nationaux. S'il est vrai que les variations de l'épargne du secteur public peuvent induire de plusieurs manières des variations compensatrices de l'épargne du secteur privé, la compensation intégrale ne semble pas avoir été la norme. C'est seulement dans les pays où le rapport de la dette publique au PNB est très élevé qu'ont pu être observés des phénomènes s'apparentant à «l'équivalence de Ricardo». Les changements apportés dans les programmes de dépenses publiques peuvent aussi influencer sur l'épargne privée et donc l'épargne globale, même s'ils sont financés par les recettes fiscales courantes. Cela est particulièrement important dans les domaines des retraites, de la santé et de l'enseignement, où la conception des programmes peut avoir des effets sensibles sur la propension du secteur privé à épargner (section II).

Le taux d'épargne du secteur privé présente une plus grande stabilité dans le temps que ses deux composantes, le taux d'épargne des ménages et celui des entreprises. Ainsi, les ménages sauraient percer les intentions des entreprises, encore que, suivant la plupart des travaux empiriques, la compensation soit loin d'être totale (section III.A).

L'épargne des entreprises est étroitement liée à l'évolution de leurs bénéfices. Le redressement marqué des profits depuis le début des années 80 a gonflé l'épargne des entreprises et fait monter fortement le taux d'autofinancement de leurs investissements (section III.B).

Le taux d'épargne des ménages a augmenté presque partout pendant les années 70. Par contre, dans les années 80, il a baissé sensiblement dans la plupart des pays, retombant à un niveau analogue, sinon parfois inférieur, à celui des années 60. Si la remontée de l'épargne dans les années 70 est un trait commun à tous les pays de l'OCDE, elle apparaît moins marquée une fois corrigée de l'incidence de l'inflation. Les autres corrections, comme l'assimilation des achats de biens de consommation durables à des dépenses d'équipement, affectent le niveau des taux d'épargne sans modifier en général les tendances. Les facteurs démographiques jouent un rôle important dans les écarts de taux d'épargne entre les pays (section III.C).

Le patrimoine net des ménages s'est fortement accru depuis les années 70 dans plusieurs pays de l'OCDE, de sorte que la baisse du taux d'épargne a pu s'effectuer sans détérioration de la situation financière des ménages mesurée par le rapport du patrimoine au revenu (section III.C.v)). Cette augmentation du patrimoine net peut être attribuée pour une large part à la hausse de la valeur des logements et des actions (malgré l'effondrement des marchés boursiers). Cependant, le rapport de l'endettement au revenu a considérablement augmenté, cette tendance étant liée dans de nombreux cas à la libéralisation des marchés financiers. Les plus grandes facilités de recours au crédit, le régime fiscal avantageux de l'accès à la propriété du logement et la montée des prix immobiliers se sont conjugués pour favoriser l'endettement des ménages, ce qui a pu entraîner une mauvaise affectation des ressources. On s'interroge aussi sur la capacité des ménages de s'endetter davantage (section III.C.vi)).

La structure de la fiscalité influence de façon notable les décisions d'épargne des ménages et paraît susceptible dans de nombreux cas de provoquer d'importantes distorsions (section III.C.vii)). Bien que, dans beaucoup de pays, ces distorsions aient été atténuées ces dernières années par des réformes fiscales, celles qui subsistent, combinées avec la libéralisation des marchés financiers, ont pu avoir des effets dommageables, appelant l'attention sur les tâches restant à accomplir dans le domaine des réformes structurelles (section III.C.viii)).

I. ÉVOLUTION DE L'ÉPARGNE ET DE L'INVESTISSEMENT

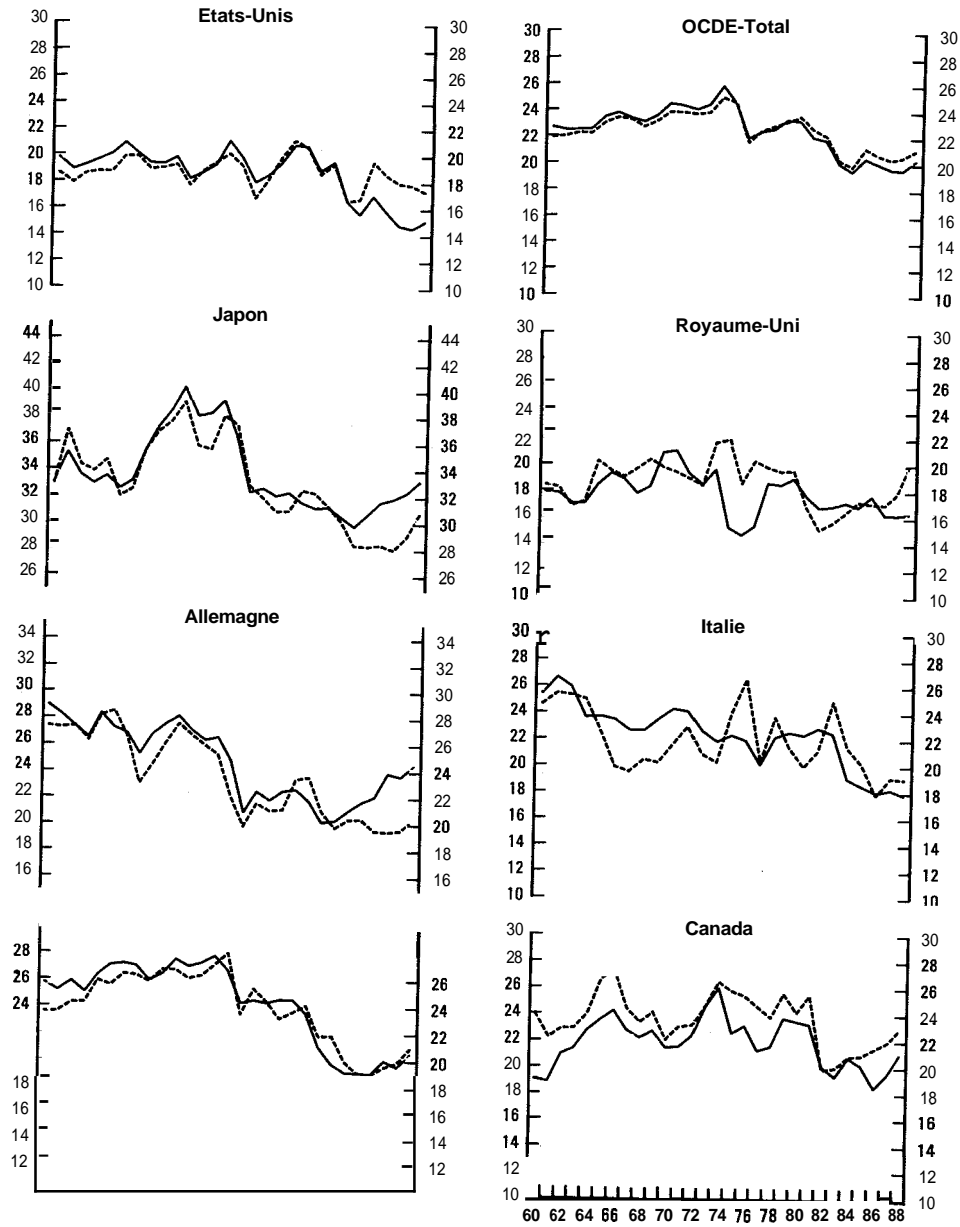
A. La baisse des taux d'épargne et d'investissement

Les taux d'épargne et d'investissement nationaux se caractérisent, durant toute la période considérée, par d'importants écarts entre pays à l'intérieur de la zone OCDE (graphique A). Presque partout, cependant, l'épargne et l'investissement en proportion du PNB sont en baisse depuis les années 60.

Sur l'ensemble de la zone et en pourcentage du PNB, l'épargne nationale brute a diminué de 3 points en moyenne et la formation brute de capital fixe de 2 points environ entre la période 1960-70 et la période 1981-88. Les baisses les plus importantes se sont produites dans les pays d'Europe continentale et en Australie, les baisses les plus faibles (ou même les hausses) au Royaume-Uni, au Canada, en Finlande, en Irlande, en Nouvelle-Zélande, en Norvège, au Portugal et en Suisse. Si le taux d'épargne a marqué un recul similaire de 3 à 4 points aux États-Unis et au Japon (tableau 1), le taux d'investissement a fléchi de 6 points environ au Japon, alors qu'aux États-Unis, où il était, certes, beaucoup plus faible

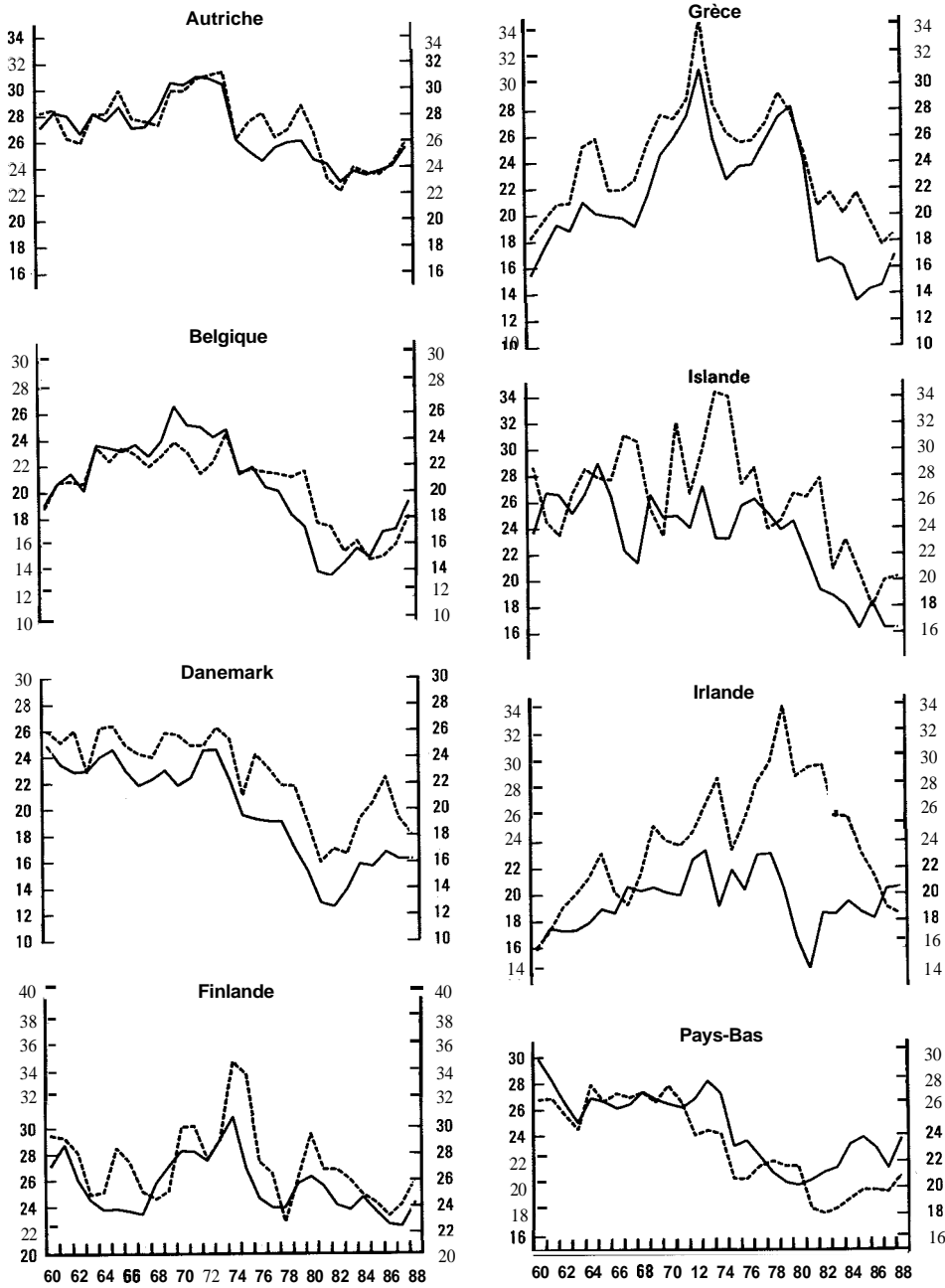
GRAPHIQUE A
**ÉVOLUTION DES TAUX D'ÉPARGNE
 ET D'INVESTISSEMENT**

— Épargne brute (en pourcentage du PNB)
 - - - Investissement brut (en pourcentage du PNB)



GRAPHIQUE A (suite)

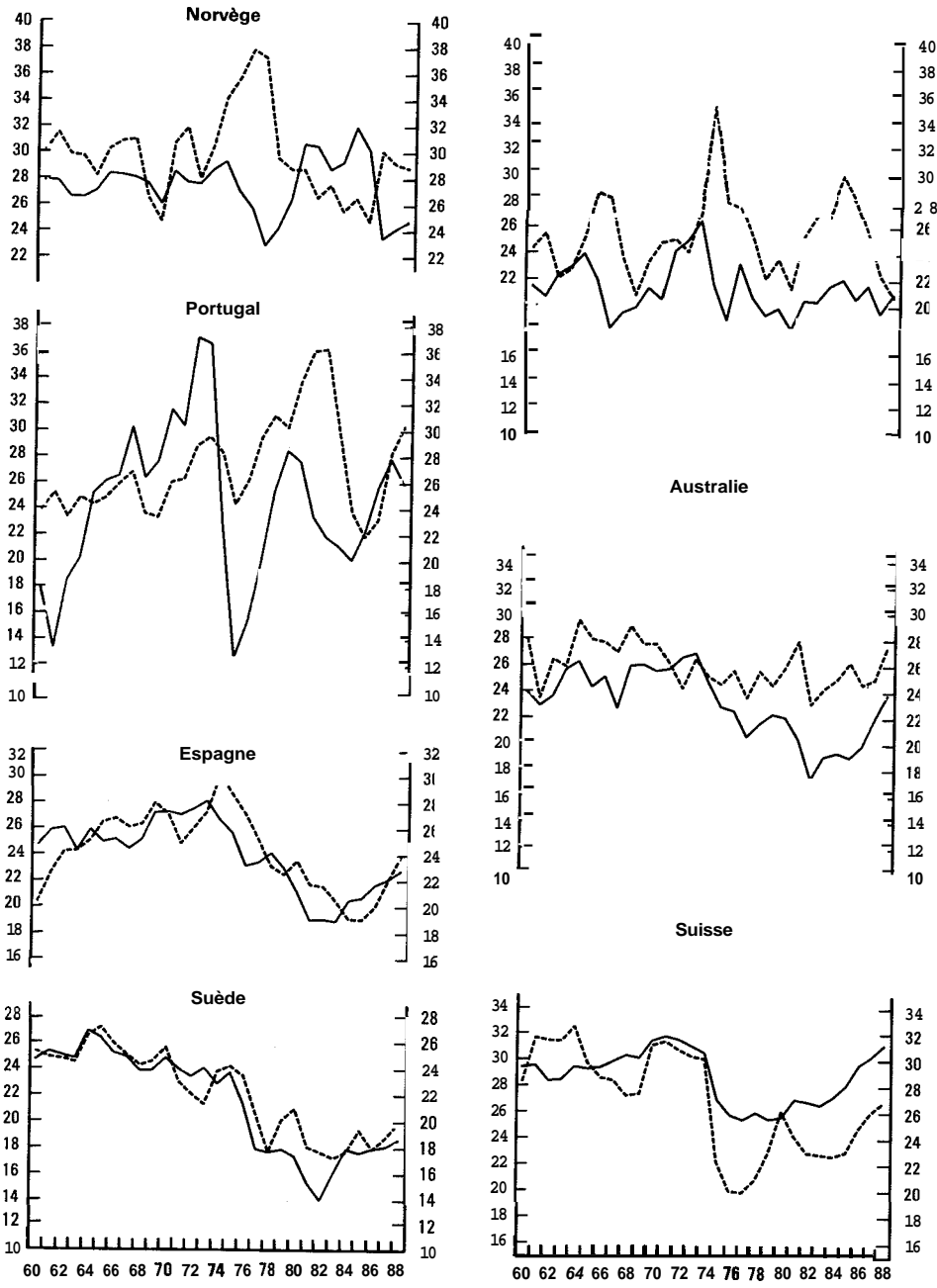
ÉVOLUTION DES TAUX D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT



Source : OCDE, Comptes nationaux

GRAPHIQUE A (suite)

ÉVOLUTION DES TAUX D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT



Source : OCDE, Comptes nationaux.

Tableau 1. Taux d'épargne national, net et brut

En pourcentage du produit national, net et brut

		Moyennes			1986	1987	1988
		1960-70	1971-80	1981-88 ^a			
États-Unis	Net	10.6	8.9	3.7	2.5	2.4	3.3
	Brut	19.6	19.5	16.1	14.7	14.5	15.1
Japon	Net	25.6	24.6	20.4	20.8	21.2	22.0
	Brut	35.0	34.4	31.4	31.9	32.3	33.2
Allemagne	Net	19.9	14.3	11.1	13.1	12.9	13.9
	Brut	27.3	23.7	22.2	23.9	23.6	24.5
France	Net	19.3	16.3	8.2	8.6	7.9	9.2
	Brut	26.3	25.4	19.8	20.0	19.6	20.5
Italie	Net	15.0	12.1	7.5	..	..
	Brut	21.0	19.2	15.6	..	..
Royaume-Uni	Net	11.1	7.7	5.6	5.1	5.3	5.2
	Brut	18.6	17.7	16.8	16.3	16.3	16.4
Canada	Net	11.3	13.3	9.4	7.0	8.5	10.5
	Brut	21.8	23.1	20.3	18.5	19.6	21.1
Autriche	Net	18.2	18.0	13.1	12.7	13.1	14.8
	Brut	28.0	27.6	24.0	23.7	24.0	25.4
Belgique	Net	14.4	13.9	7.0	8.3	8.8	11.1
	Brut	22.6	21.8	15.7	16.9	17.1	19.1
Danemark	Net	17.4	13.3	6.6	8.3	7.5	7.3
	Brut	23.2	20.3	15.0	16.7	16.2	16.2
Finlande	Net	15.7	14.2	10.3	8.7	8.6	10.8
	Brut	25.6	26.7	23.8	22.6	22.4	24.2
Grèce	Net	15.3	20.7	8.5	5.4	5.8	8.7
	Brut	19.7	26.2	16.5	14.3	14.6	16.8
Irlande	Net	12.0	13.1	8.6	8.1	10.8	10.9
	Brut	18.6	21.0	18.5	18.1	20.3	20.4
Pays-Bas	Net	19.9	16.4	13.3	14.2	12.2	14.6
	Brut	26.9	23.9	22.3	23.0	21.4	23.6
Norvège	Net	16.1	14.0	15.2	10.6	10.8	10.4
	Brut	27.5	27.0	27.8	23.4	24.1	24.7
Portugal	Net	19.8	22.0	19.9	22.2	24.5	22.5
	Brut	23.9	25.6	23.5	25.6	27.8	25.9
Espagne	Net	16.7	16.7	10.1	11.5	12.4	13.0
	Brut	25.5	25.0	20.6	21.7	22.1	22.8
Suède	Net	16.6	11.7	5.8	7.2	7.3	7.8
	Brut	25.0	21.0	16.9	17.9	18.1	18.6
Suisse	Net	21.2	19.4	20.6	22.3	22.9	23.7
	Brut	29.6	28.0	28.4	29.7	30.3	31.2
Australie	Net	13.6	10.9	4.8	3.8	6.8	9.9
	Brut	24.7	23.6	20.1	19.9	21.9	23.8
Nouvelle-Zélande	Net	14.2	15.0	14.0	14.8	12.5	13.8
	Brut	21.2	21.8	20.9	21.6	19.5	21.0
Moyenne des pays ci-dessus ^b	Net	14.6	13.5	8.7	8.2	8.2	9.3
	Brut	23.3	23.5	20.2	19.7	19.6	20.3

^a Les données des comptes nationaux révisés pour l'Italie ne sont disponibles qu'à partir de 1980. Afin d'analyser des séries plus longues et par secteur (voir tableaux suivants), les données non révisées, disponibles jusqu'en 1985 seulement, ont donc été utilisées pour calculer les moyennes de la troisième colonne.

^b À l'exclusion de l'Italie.

Note: Les valeurs récentes et prévues sont données au graphique B.

Source: OCDE, *Comptes nationaux*.

au départ, il n'a guère diminué. De ce fait un excédent net d'épargne s'est constitué au Japon, alors que c'est l'inverse qui s'est produit aux États-Unis.

L'épargne et l'investissement nets rapportés au produit national net ont généralement accusé une baisse plus prononcée, du fait de l'augmentation des amortissements¹ qui, dans l'ensemble de la zone, se sont élevés en moyenne à 60 pour cent de la formation brute de capital fixe dans les années 80, contre 40 pour cent dans les années 60. Les taux **nets** moyens d'épargne et d'investissement des pays de l'OCDE ont ainsi diminué plus fortement que les taux bruts, de 6 et 5 points respectivement entre les années 60 et 80, contre 3 et 2 points pour les taux **bruts**. Les chiffres nets semblent indiquer une baisse importante de l'épargne et de l'investissement, et donc un moindre accroissement du stock de capital. Toutefois, les données relatives à la consommation de capital sont notoirement peu fiables, de sorte qu'il est plus prudent de s'en tenir aux indicateurs bruts². Néanmoins, quelle que soit la mesure utilisée, on a effectivement enregistré une baisse des taux d'épargne et d'investissement dans la plupart des pays de l'OCDE depuis les années 60.

B. Faut-il s'inquiéter de la baisse des taux d'épargne et d'investissement ?

j) Les choix d'épargne et d'investissement au cours du temps

Les décisions d'épargner et d'investir reflètent des choix intertemporels de consommation et de production. Ainsi, la faiblesse du taux d'épargne, qui est actuellement un sujet de préoccupation dans nombre de pays, s'explique-t-elle en partie par les préférences temporelles des individus, la préférence du moment étant en l'occurrence pour la consommation. Dès lors, si le niveau de l'épargne dans un pays est insuffisant pour financer le volume désiré d'investissement, il n'y a peut-être pas lieu de s'en inquiéter, surtout si d'autres pays sont disposés à combler l'écart.

Le taux d'épargne des consommateurs et des entreprises reflète des décisions représentatives du fonctionnement normal des marchés. Toutefois, ces décisions ne sont pas indépendantes de la politique des pouvoirs publics, passée et présente, ce qui peut être source de distorsions et empêcher une affectation optimale des ressources. Ainsi, le secteur privé fixe le volume de son épargne en fonction des préférences temporelles des individus mais aussi de l'épargne du secteur public (section II). Toutefois, il se peut que, du fait des distorsions créées par les mesures gouvernementales, les décisions prises ne soient pas forcément optimales du point de vue de l'économie nationale. En conséquence, il est préférable que le gouvernement ne s'inquiète pas du niveau de l'épargne et de l'investissement en soi ; il doit plutôt se demander si lui-même – par ses prélèvements sur

les ressources, mais surtout par la structure donnée à la fiscalité et aux dépenses – n'introduit pas trop de distorsions dans les décisions d'épargne et d'investissement du secteur privé. Pour évaluer le rôle du gouvernement, on doit considérer le niveau de l'épargne (ou de la désépargne) du secteur public, l'interaction des modifications de la fiscalité avec la libéralisation financière, l'impact de la politique de sécurité sociale et l'effet de la structure du système fiscal sur les décisions d'épargne des entreprises et des ménages. Ces questions seront abordées plus loin dans les sections II et III.

Dans un pays à économie ouverte, il se peut que le volume global de l'investissement ne corresponde pas à la quantité d'épargne nationale requise. Les entrées de capitaux étrangers peuvent financer les investissements internes, même sur de longues périodes, dans la mesure où le rendement de ces derniers est suffisant pour rémunérer le bailleur de capitaux, autrement dit tant que la productivité marginale du capital interne est égale ou supérieure au coût marginal de l'emprunt à l'étranger. Les taux d'épargne et d'investissement varient suivant les pays parce que les préférences et les possibilités de répartition dans le temps de la consommation et de la production sont différentes. S'il n'y avait pas d'entraves majeures (contrôle des mouvements de capitaux ou distorsions liées à la fiscalité, par exemple) au libre fonctionnement des marchés, il n'y aurait guère de problèmes en cas de disparité entre l'épargne et l'investissement. En fait, comme on le verra dans les sections suivantes, il existe bel et bien des distorsions importantes qui influent sur la décision d'épargner ou de consommer, ainsi que sur celle d'investir en actifs physiques dans le pays ou à l'étranger. Du fait de ces distorsions, les taux d'épargne et d'investissement ne sont sans doute pas optimaux et l'écart entre eux peut refléter l'existence de déséquilibres.

Le modèle néo-classique d'économie fermée, dans lequel le taux de croissance équilibrée est déterminé par le rythme d'expansion de la population active et par les améliorations de la technologie, permet d'éclairer l'évolution de l'investissement, de l'épargne et de la croissance dans les années 50 et 60³. A cette époque, les possibilités d'investissement étaient considérables étant donné les besoins de reconstruction de l'après-guerre et la nécessité de rattraper le retard technologique pris par rapport aux États-Unis (cf. Maddison, **1987**). Dans ce contexte, comme le fait observer Boskin (**1988**), il n'était pas déraisonnable pour les États-Unis d'avoir des taux d'épargne et de croissance beaucoup plus faibles que ceux des autres pays. Cependant, avec la baisse du rythme d'accroissement de la population et la diminution progressive de l'écart à rattraper, le recul des taux d'épargne et d'investissement a peu à peu gagné les autres pays dans les années **70** et **80**. Il est normal qu'un ralentissement de la croissance de la production potentielle lié à une baisse du taux de croissance de la population ou du progrès technologique entraîne une diminution du taux d'investissement. Faut-il dès lors s'inquiéter de la baisse des taux d'investissement dans les

années 80⁴? Cette question complexe, sur laquelle nous ne nous étendrons pas davantage, reste posée.

ii) La dimension internationale du problème

Avec l'intégration des marchés financiers à l'échelle mondiale, on peut s'attendre à ce que l'épargne se porte vers les pays où le taux de rendement escompté, ajusté en fonction du risque et calculé après impôt, est le plus élevé. Les mouvements de capitaux tendent à équilibrer la demande et l'offre de ressources financières et à unifier le taux de rendement réel global (corrigé de l'impôt et du risque). De ce fait, une augmentation de l'épargne dans un pays peut accroître les investissements dans le reste du monde. En revanche, s'il y a des restrictions aux mouvements de capitaux, le niveau de l'investissement d'un pays est conditionné dans une certaine mesure par celui de son épargne, de sorte que les taux de rendement du capital varient d'un pays à l'autre. Pendant de longues années, c'est cette dernière situation qui a prévalu, et l'on a observé une forte corrélation entre les tendances de l'épargne et de l'investissement dans un même pays. Ces derniers temps, de par l'intégration de plus en plus grande des marchés financiers au niveau international, cette relation semble s'être fortement atténuée.

Dans les années 60 et 70, l'épargne et l'investissement se sont maintenus à peu près en équilibre dans les pays de l'OCDE, sauf quelques-uns qui sont restés en permanence exportateurs de capitaux (la Suisse et les Pays-Bas) ou importateurs de capitaux (le Canada, la Grèce, l'Irlande et certains pays nordiques). Même au début des années 70, où le choc pétrolier a eu pour effet de réduire l'épargne nette des pays industrialisés et de gonfler celle des pays de l'OPEP, l'écart qui s'était creusé entre l'épargne et l'investissement a été comblé assez rapidement, au moins dans la plupart des pays industrialisés. Les pays en développement, pour leur part, ont emprunté davantage, ouvrant ainsi la voie à l'actuelle crise d'endettement. Cependant, si les déséquilibres n'ont pas été longs à se réduire, le niveau de l'épargne et de l'investissement a été, en général, plus faible à partir du milieu des années 70.

Non seulement les taux d'épargne des années 80 ont été inférieurs à ceux des années 60 et 70, mais l'insuffisance de l'épargne au regard de l'investissement a subsisté dans quelques pays où, en moyenne sur plusieurs années, ces deux grandeurs s'équilibraient assez bien dans le passé. L'apparition de ces écarts, qui a eu pour corollaire des déséquilibres persistants de balance courante, a coïncidé avec une période de libéralisation plus poussée des marchés financiers internationaux et d'instabilité persistante des taux de change.

Si les mouvements de capitaux ont rendu possibles l'apparition et la persistance d'écarts entre l'épargne et l'investissement, ces derniers s'expliquent en fin de compte par les différentes tendances nationales de l'épargne et de l'investissement et par les mouvements de taux de change liés à des politiques économiques

divergentes. Au Japon, en Allemagne et aux Pays-Bas, où il y a eu excédent de l'épargne nationale sur l'investissement, c'est parce que l'investissement a diminué plus vite que l'épargne. En revanche, aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada et en Australie, où l'épargne nationale n'a pas suffi à financer l'investissement, c'est parce que l'épargne a beaucoup baissé. Aux États-Unis, la formation brute de capital fixe en proportion du PNB s'est relativement bien maintenue dans les années **80**, après un rapide redressement faisant suite à une période de récession, tandis que, au Canada et en Australie, l'investissement a diminué mais beaucoup moins que l'épargne.

Examinant la période d'équilibre approximatif entre l'épargne nationale et l'investissement, Feldstein et Horioka (**1980**) ont étudié le degré de mobilité internationale du capital en effectuant une régression du taux d'épargne intérieur sur le taux d'investissement intérieur, sur la base de données multi-pays et de taux moyens calculés sur plusieurs années. D'après les résultats obtenus pour la période **1960 à 1974** et plusieurs sous-périodes, l'épargne d'un pays se retrouvait presque intégralement dans son investissement. Un modèle structurel plus explicite, tenant compte des différences de comportement de l'épargne entre les pays (différences, par exemple, dans les taux de compensation des gains par les pensions de retraite ou dans la structure par âges de la population) donnait les mêmes résultats. Ces constatations portaient à penser qu'un accroissement de l'épargne dans un pays n'ajoutait guère à la masse commune de ressources mobilisables dans le monde pour financer les investissements⁵.

Cependant, depuis les années **80**, les résultats obtenus par Feldstein et Horioka ont peu à peu perdu de leur valeur, la plus grande liberté de mouvement des capitaux et l'apparition de déséquilibres extérieurs venant, semble-t-il contredire les hypothèses de base retenues par ces auteurs. De nouvelles études ont donné des résultats différents (Obstfeld, **1986**; Turner **1986**). Le travail de Feldstein et Horioka, reproduit ici sur un échantillon étendu à 23 pays de l'OCDE et sur une période prolongée jusqu'à **1987**, fait apparaître pour les dernières années une corrélation moins forte qu'auparavant entre l'épargne et l'investissement d'un pays. Alors que les coefficients des régressions portant sur les années **60** et le début des années **70** sont proches de 1, ils diminuent par la suite peu à peu pour tomber à **0.58** seulement dans la dernière période, de **1983 à 1987** (tableau 2). Cette baisse des ((coefficients de rétention de l'épargne)) a été confirmée par des recherches récemment menées dans ce domaine par Feldstein et Bachetta (**1989**)⁶. Le financement par l'étranger semble s'être développé et il est apparemment devenu beaucoup plus ((facile)) de supporter des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement sur de plus longues périodes⁷. L'accroissement rapide de l'interdépendance financière internationale transparaît dans la progression des avoirs à l'étranger et des engagements extérieurs durant ces dix dernières années⁸.

Tableau 2. Relation entre le taux d'épargne brut et le taux d'investissements

	Constante	S/Y	R ²
1963-67	0.033 (0.016)	0.91 (0.064)	0.90
1968-72	0.053 (0.020)	0.80 (0.079)	0.82
1973-77	0.077 (0.044)	0.77 (0.181)	0.44
1978-82	0.085 (0.035)	0.71 (0.156)	0.47
1983-87	0.094 (0.021)	0.58 (0.0981)	0.61

a/ Données regroupées concernant 23 pays de l'OCDE. La régression est de la forme: $I_i/Y_i = \alpha + \beta [S_i/Y_i]$, où I_i , S_i et Y_i sont respectivement l'investissement, l'épargne et le revenu de l'économie interne dans le pays i . Pour les pays où l'on observe une discordance statistique, celle-ci est partagée entre l'épargne et l'investissement. Les taux d'investissement et d'épargne sont les moyennes des sous-périodes. Les écarts-type figurent au-dessous des coefficients.

Source: OCDE, *Comptes nationaux*.

La conformité des mouvements de capitaux de ces dernières années à l'image qu'en donnent les modèles est sujette à controverse. De plus, comme l'a souligné Williamson (1985), il est difficile de déterminer sur quels critères de préférences temporelles et d'efficacité marginale de l'investissement on peut juger si les mouvements de capitaux observés assurent effectivement le maximum de «bien-être». Pour qu'il y ait un maximum de bien-être, dans un contexte de libéralisation des marchés financiers, il faudrait une égalité des taux de rendement avant impôt⁹. Néanmoins, du fait des différences considérables dans les taux marginaux effectifs d'imposition des revenus, les décisions relatives à l'implantation géographique de l'investissement, physique ou financier, se trouvent faussées.

II. ÉPARGNE ET DÉSPARGNE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Dans la plupart des pays, le principal changement intervenu dans la répartition sectorielle de l'épargne nationale entre les années 60 et les années 70 est la diminution de l'épargne des administrations publiques (tableau 3). Dans tous les

Tableau 3. Épargne brute nationale, publique et privée

En pourcentage du PNB

		Variation du taux moyen entre 1960-70 et 1981-87	Taux moyens		
			1981-87*	1986	1987
États-Unis	Épargne nationale	-3.3	16.2	14.7	14.5
	Administrations publiques	-4.2	-2.4	-3.1	-2.1
	Secteur privé	1.0	18.7	18.1	16.7
Japon	Épargne nationale	-3.9	31.1	31.9	32.3
	Administrations publiques	-2.0	4.3	4.8	6.5
	Secteur privé	-1.9	26.8	27.1	25.8
Allemagne	Épargne nationale	-5.5	21.8	23.9	23.6
	Administrations publiques	-4.4	1.8	2.4	1.9
	Secteur privé	-1.1	20.0	21.5	21.7
Italie	Épargne nationale	-5.4	15.6	..	..
	Administrations publiques	-7.3	-6.0	..	..
	Secteur privé	2.0	21.7	..	..
Royaume-Uni	Épargne nationale	-1.7	16.9	16.3	16.3
	Administrations publiques	-4.3	-0.3	-0.1	0.6
	Secteur privé	4.6	17.7	16.8	16.3
Canada	Épargne nationale	-1.5	20.3	18.5	19.6
	Administrations publiques	-5.9	-2.2	-2.3	-1.9
	Secteur privé	4.4	22.5	21.3	21.3
Autriche	Épargne nationale	-4.2	23.8	23.7	24.0
	Administrations publiques	-4.6	2.6	2.1	1.1
	Secteur privé	0.3	21.1	21.6	23.0
Belgique	Épargne nationale	-7.4	15.2	16.9	17.1
	Administrations publiques	-7.9	-6.6	-6.4	-4.9
	Secteur privé	0.6	21.8	23.2	22.0
Finlande	Épargne nationale	-1.8	23.8	22.6	22.4
	Administrations publiques	-3.6	3.8	4.6	2.7
	Secteur privé	1.8	20.0	18.0	19.7
Norvège	Épargne nationale	0.8	28.3	23.4	24.1
	Administrations publiques	1.0	9.1	8.9	7.0
	Secteur privé	-0.2	19.2	14.5	17.1

a) 1981-85 pour l'Italie. Voir la note a) du tableau 1

Note: Ne figurent sur ce tableau que les pays (non compris l'Italie) pour lesquels les chiffres du taux d'épargne brute couvrent la période tout entière. Les données sectorielles ne sont disponibles sur la base des comptes nationaux de l'OCDE que jusqu'à 1987, mais l'on dispose déjà des données agrégées pour 1988, qui sont présentées dans le tableau 1. Les valeurs observées récemment et les valeurs prévues sont données par le graphique B.

Source: OCDE, Comptes nationaux.

pays à l'exception de la Norvège, cette épargne a effectivement baissé et, dans la moitié des cas, ce secteur a cessé de dégager une capacité de financement pour accuser un besoin de financement.

Pendant les années 60, l'épargne des administrations est venue grossir l'épargne nationale dans tous les pays figurant au tableau 3. Dans certains cas, cette contribution était substantielle. Au Japon, en Allemagne, en Autriche, en Finlande et en Norvège, l'épargne publique brute représentait plus de 5 pour cent du PNB, soit près d'un quart de l'épargne nationale brute. Dans la plupart des pays, elle couvrait les dépenses d'investissement des administrations publiques et, sur l'ensemble de zone, le compte financier de ce secteur était à peu près en équilibre.

Durant les années 70, l'épargne des administrations publiques a diminué plus que leurs dépenses en capital, d'où un besoin de financement qui prit des proportions très importantes dans certains cas. Après le premier choc pétrolier, la progression des recettes fiscales s'est ralentie à cause du tassement de l'activité, tandis que celle des dépenses continuait de dépasser la croissance du PIB du fait des engagements irréversibles liés à des programmes sociaux mis en place à une époque où l'on escomptait une forte croissance. Dans bien des cas, des mesures spécifiques ont été prises également pour amortir les effets du premier choc pétrolier sur la demande. Le gonflement de la dette publique et la hausse des taux d'intérêt au tout début des années 80 ont encore accru les dépenses. L'accroissement des intérêts versés n'a compensé qu'en partie le grignotage par l'inflation des portefeuilles de titres publics, de sorte que, corrigé de l'inflation, le solde financier du secteur public s'est beaucoup amélioré, en particulier dans les pays comme l'Italie et la Belgique où le taux d'inflation était élevé et l'encours de la dette publique considérable. On reviendra de façon plus détaillée sur l'interaction entre l'épargne et l'inflation dans la section III.C.ii).

Durant la période **1981 à 1987**, la situation s'est de nouveau dégradée et l'on a, un peu partout, fait largement appel à l'emprunt pour financer la consommation et les transferts des administrations publiques. Des sept grands pays, le Japon, l'Allemagne et la France sont les seuls où les dépenses courantes des administrations publiques aient été couvertes par les recettes courantes. La ponction sur l'épargne effectuée par le secteur public a atteint, en proportion du PNB, 2.4 pour cent aux États-Unis, 2.2 pour cent au Canada, 6.0 pour cent en Italie et 6.6 pour cent en Belgique (tableau 3).

Dans beaucoup de pays, la baisse de l'épargne brute des administrations publiques entre les années 60 et les années 80 a été plus forte que celle de l'épargne brute nationale. Aux États-Unis, par exemple, le taux d'épargne national a baissé de 3.3 points, mais celui du seul secteur public de 4.2 points, le taux d'épargne du secteur privé ayant augmenté de 1 point environ (tableau 3). On a observé la même évolution au Royaume-Uni, en Italie, au Canada, en Autriche, en

Belgique et en Finlande. Au Japon et en Allemagne, le fléchissement du taux d'épargne national tient à la fois au secteur public et au secteur privé. Des dix pays figurant au tableau 3, la Norvège est le seul *où* le taux d'épargne des administrations publiques ait augmenté entre les années 60 et les années 80, cela probablement à cause des recettes pétrolières.

Devant la persistance de déficits publics considérables et le gonflement rapide de la dette, les gouvernements ont cherché à assainir les finances publiques. Leur action a donné des résultats appréciables au Japon, en Allemagne, au Danemark, en Irlande, en Suède, en Australie et en Nouvelle-Zélande. Le rapport de la dette publique au PNB a commencé à baisser dans un certain nombre de pays à partir du milieu des années **80**¹⁰. Les autres pays ont fait beaucoup moins de progrès ; dans certains cas – les États-Unis, le Canada et l'Italie pour ne citer que les grands pays – la « désépargne » du secteur public était encore importante en **1988**, quoique en baisse par rapport à la pointe conjoncturelle du début des années **80** (graphique B). La ponction du secteur public sur les ressources d'origine privée s'est accentuée dans la plupart des pays entre les années 70 et le début des années **80**, mais a diminué ces dernières années grâce aux efforts d'assainissement des finances publiques.

Les effets des déficits publics sur l'épargne privée sont multiples et sont largement affectés par des mesures gouvernementales qui n'ont pas forcément d'incidence sur le budget mais peuvent influencer sur les choix intertemporels des individus. Selon la théorie de « l'hypothèse de neutralité de la dette » ou le principe de ((l'équivalence de Ricardo)), les individus anticipent les intentions du secteur public". On suppose que les agents du secteur privé connaissent la charge fiscale qui découlera du service de la dette publique et ajustent le niveau de leur épargne en conséquence. Selon cette théorie, le mode de financement des dépenses publiques n'a pas d'incidence sur le volume des ressources disponibles pour l'investissement ni sur les taux d'intérêt, de sorte que le choix entre le financement par l'impôt ou par l'emprunt est sans importance d'un point de vue macro-économique. Il n'y aurait « éviction » de l'investissement ou de la consommation qu'en cas d'absorption directe de biens et de services publics.

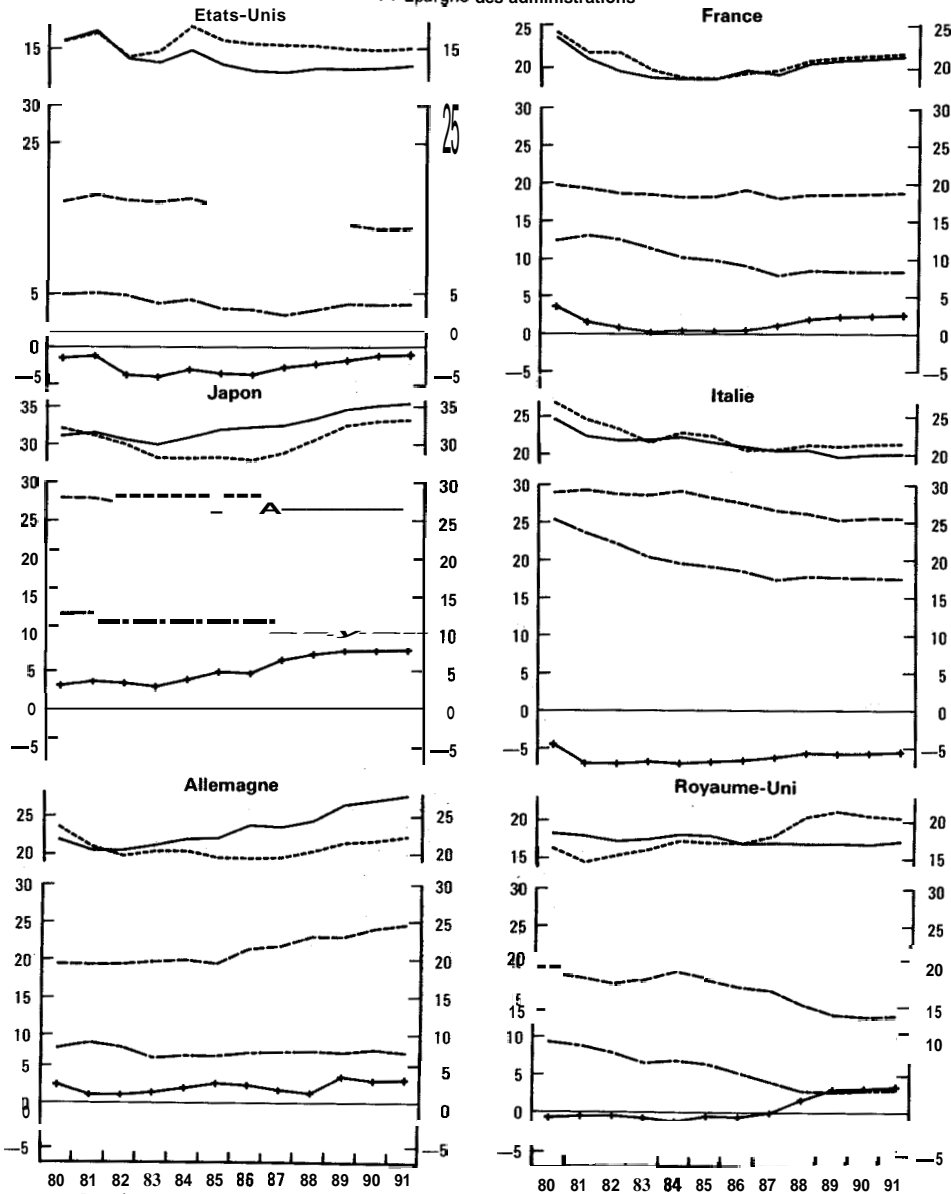
Dans une étude récemment publiée par l'OCDE, Nicoletti (**1988**), qui donne également un résumé des travaux antérieurs relatifs à cette question, conclut que les estimations économétriques ne confirment guère la stricte « hypothèse de neutralité de la dette »)). Pour la plupart des pays, il estime que la couverture de l'augmentation du déficit public par un accroissement de l'épargne privée est largement inférieure à un, mais qu'elle reste nettement différente de zéro dans le cas des États-Unis et du Canada. L'Italie et la Belgique, pays où le rapport de la dette publique au PNB atteint des niveaux tels que l'évolution de la dette risque d'être explosive, font exception : le comportement de l'épargne s'y apparente à l'hypothèse de neutralité de la dette, ce qui semble indiquer l'existence d'une

GRAPHIQUE 6

TAUX D'ÉPARGNE BRUTS : ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVE

En pourcentage du PNB/PIB

- Investissement total
- Épargne totale
- - - Épargne du secteur privé
- · - Épargne nette des ménages
- + + Épargne des administrations



Source : Données issues des Perspectives économiques n° 46, OCDE. Les données concernant certains pays correspondent aux

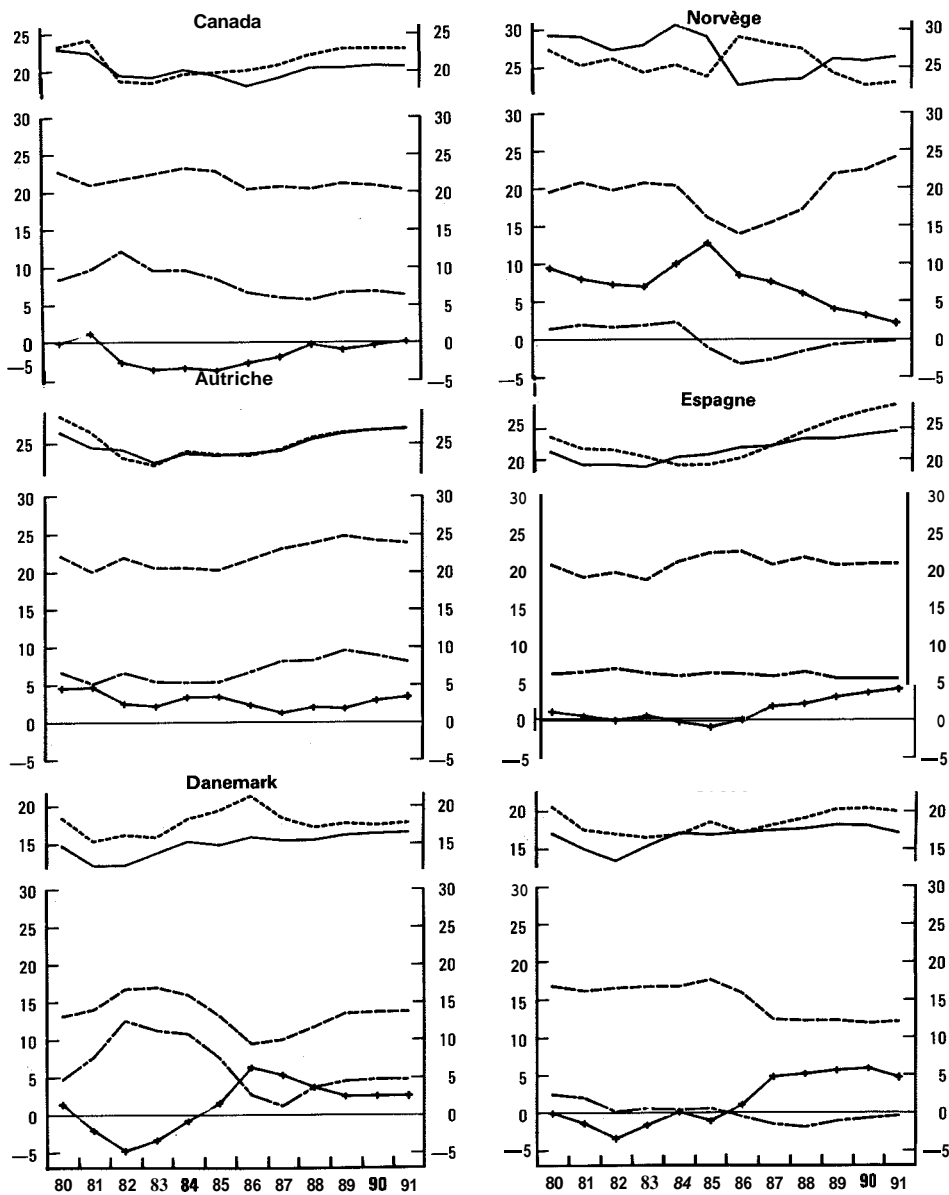
définitions nationales et peuvent n'être pas strictement comparables à celles des autres tableaux et graphiques.

GRAPHIQUE B (suite)

TAUX D'ÉPARGNE BRUTS : ÉVOLUTION RÉCENTE ET PERSPECTIVE

En pourcentage du PNB/PIB

- Investissement total
- Épargne totale
- - - Épargne du secteur privé
- · - Épargne nette des ménages
- + + Épargne des administrations



sorte d'effet de seuil. L'Irlande, qui ne figure pas dans l'étude, pourrait également entrer dans cette catégorie.

Le fait que les travaux empiriques ne confirment pas la stricte hypothèse de neutralité de la dette ne signifie pas que l'action budgétaire soit sans grande influence sur l'épargne privée, puisqu'il peut quand même y avoir compensation partielle. En outre, comme on le verra à la section III, la fiscalité crée des distorsions importantes, et les changements qu'on y apporte, même s'ils sont neutres par rapport au déficit, peuvent avoir une forte incidence sur l'épargne privée. Les programmes de dépenses peuvent, eux aussi, modifier les comportements d'épargne. L'adoption d'un système de répartition pour financer les retraites ou l'extension des programmes de soins de santé ou d'enseignement public entraînerait probablement une réduction de l'épargne que le secteur privé affectait jusque là à la couverture de ses besoins futurs en matière de retraite, de santé et d'enseignement.

III. L'ÉPARGNE DU SECTEUR PRIVÉ

A. Évolution globale

L'épargne du secteur privé – c'est-à-dire des ménages et des entreprises – est, de loin, la plus importante source de financement des investissements. Bien que, comme on l'a vu, la contribution du secteur public à l'épargne nationale ait été importante à certaines périodes (notamment dans les années 60) et dans certains pays (Japon, Norvège et Suisse), c'est en général le secteur privé qui a fourni l'essentiel des ressources nécessaires pour l'investissement. Une partie de ces ressources fait l'objet d'une intermédiation, puisqu'elle émane du secteur des ménages, mais l'essentiel provient des entreprises elles-mêmes. De plus, le secteur extérieur contribue pour une part de plus en plus importante à combler les écarts, au niveau national, entre épargne et investissement.

On voit au tableau 4 comment ont évolué les taux d'épargne bruts et nets du secteur privé. Les premiers sont restés assez stables au cours du temps. Abstraction faite de la forte hausse observée au Canada et au Royaume-Uni, les taux d'épargne bruts de la première moitié des années 80 ne différaient guère de ceux des années 60. Les écarts entre les pays sont également relativement faibles : dans la première moitié des années 80, les taux d'épargne bruts du secteur privé se situaient dans une fourchette de 15 à 23 pour cent, sauf pour le Japon où le taux était de 27 pour cent.

Tableau 4. Taux d'épargne, net et brut, du secteur privé
En pourcentage du produit national, net et brut

		Moyennes			1986	1987
		1960-70	1971-80	1981-87 ^a		
États-Unis	Net	9.9	10.2	8.1	7.9	6.5
	Brut	17.7	19.2	18.7	18.1	16.7
Japon	Net	18.9	20.1	15.9	16.0	14.4
	Brut	28.7	29.9	26.8	27.1	25.8
Allemagne	Net	13.5	11.0	9.4	11.1	11.7
	Brut	21.1	20.2	20.0	21.5	21.7
France	Net	..	13.8	9.1	9.9	8.6
	Brut	..	22.0	18.8	19.3	18.5
Italie	Net	13.9	16.3	14.4	..	..
	Brut	19.7	22.9	21.7	..	..
Royaume-Uni	Net	6.3	7.8	7.9	6.9	6.6
	Brut	13.1	16.4	17.7	16.8	16.3
Canada	Net	8.6	12.3	13.6	12.1	12.4
	Brut	18.1	20.7	22.5	21.3	21.3
Autriche	Net	10.9	12.2	10.8	11.3	12.8
	Brut	20.8	21.7	21.1	21.6	23.0
Belgique	Net	13.1	14.9	14.0	15.6	14.5
	Brut	21.2	22.5	21.8	23.2	22.0
Danemark	Net	..	8.1	7.3	2.8	3.2
	Brut	..	14.8	15.2	10.9	11.4
Finlande	Net	8.1	6.7	7.2	4.8	6.9
	Brut	18.2	19.3	20.0	18.0	19.7
Grèce	Net	11.2	18.7	15.6	13.7	14.4
Pays-Bas	Net	..	13.8	14.7	15.7	13.9
	Brut	..	20.8	22.8	23.7	22.3
Norvège	Net	7.4	5.4	6.2	1.2	3.6
	Brut	19.4	18.8	19.2	14.5	17.1
Suède	Net	..	5.3	5.7	5.4	2.8
	Brut	..	14.2	15.5	15.0	12.7
Suisse	Net	16.1	15.2	16.3	17.5	18.2
Australie	Net	..	10.5	5.3	4.2	5.5
	Brut	..	21.1	18.4	18.1	18.9
Moyenne des pays ci-dessus ^b	Net	..	12.0	10.0	10.0	9.3
	Brut	..	21.0	20.4	20.3	19.7

a/ 1981-85 pour l'Italie. Voir la note a/ du tableau 1.

b/ A l'exclusion de l'Italie.

Note: Les valeurs récentes et prévues des taux d'épargne bruts du secteur privé sont données par le graphique 8.

Source: OCDE, Comptes nationaux.

Le taux d'épargne brut du secteur privé a été généralement moins fluctuant dans le passé que l'une et l'autre de ses composantes – le taux d'épargne des ménages et celui des entreprises – ou même que le taux d'épargne national. Ce sont les ménages qui, en fin de compte, peuvent être considérés comme les propriétaires des entreprises, de sorte qu'ils peuvent voir dans les bénéfices non distribués de ces dernières un proche substitut de leur propre épargne. Plus spécifiquement, dans les périodes où l'on prévoit de gros bénéfices pour le secteur des entreprises, la capitalisation boursière de ces dernières augmente; puisque cela accroîtra la richesse des ménages et influera probablement sur le niveau de leur consommation, il y a probablement une certaine compensation entre l'épargne des entreprises et celle des ménages. D'après des études relativement anciennes portant sur les États-Unis, les variations de l'épargne des ménages apparaissaient presque entièrement contrebalancées par celles de l'épargne des entreprises. Denison (1958) et David et Scadding (1974) ont trouvé que l'épargne du secteur privé était plus stable que celle des particuliers d'une part et des entreprises d'autre part. Des études plus récentes comme celles de Poterba (1987), Kotlikoff (1988) et Schultze (1988) indiquent une compensation incomplète. Poterba a calculé qu'une diminution de 1 dollar de l'épargne des entreprises américaines accroissait l'épargne des ménages d'environ 50 à 75 cents, tandis que Schultze donne un chiffre de 55 cents. La situation est peut-être assez différente dans les petits pays à économie ouverte où l'actif des entreprises nationales n'est pas détenu en totalité par les ménages, lesquels, en revanche, ont d'importants avoirs à l'étranger, comme c'est le cas, par exemple, en Belgique.

Le taux d'épargne du secteur privé, qui avait ainsi montré une assez grande stabilité, a baissé considérablement ces derniers temps dans un certain nombre de pays. La baisse a été particulièrement forte au Danemark, en Suède et en Norvège, et assez sensible aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Italie (graphique B). A court terme, la diminution de l'épargne privée devrait normalement entraîner une augmentation des dépenses et, par le jeu de l'accroissement des recettes fiscales, une hausse du niveau de l'épargne du secteur public, ce processus inversant la causalité qu'implique le principe d'équivalence de Ricardo. A long terme, avec l'évolution des revenus et d'autres variables, la relation entre l'épargne privée et l'épargne publique sera moins nette.

B. L'épargne des entreprises

L'épargne des entreprises représente une part très importante des ressources qui permettent de financer les investissements. Y compris les amortissements, elle fournit la moitié environ de l'épargne privée dans la plupart des pays.

Tableau 5. Épargne des entreprises^a

En pourcentage du PIB

	1960-70	1971-80	1981-87 ^b	1985	1986	1987
États-Unis						
Bénéfices avant impôt ^c	11.9	11.9	132	13.7	13.3	13.0
Impôts directs	3.6	2.8	1.9	1.7	1.8	2.2
Autres charges ordinaires	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
Intérêts	2.1	3.8	6.0	5.9	5.6	5.7
Dividendes	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
Épargne nette	2.6	1.8	1.7	2.5	2.2	1.6
Capacité de financement	-0.9	-1.7	-0.5	0.1	0.3	-0.4
Japon						
Bénéfices avant impôt ^c	20.1	18.3	17.9	18.1	18.1	18.0
Impôts directs	3.4	3.6	4.1	4.4	4.1	4.6
Autres charges ordinaires	0.9	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
Intérêts	8.3	9.9	9.0	8.8	8.5	7.9
Dividendes	2.3	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2
Épargne nette	5.2	2.0	2.4	2.6	3.2	3.2
Capacité de financement	-9.2	-8.0	-4.9	-5.5	-4.1	-4.5
France						
Bénéfices avant impôt ^c	..	18.1	19.3	19.8	20.7	21.1
impôts directs	..	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9
Autres charges ordinaires	..	2.8	3.1	3.1	3.0	3.0
Intérêts	..	4.2	5.5	5.7	5.5	5.3
Dividendes	..	2.0	2.4	2.4	2.5	2.7
Épargne nette	..	7.2	6.5	6.7	7.8	8.1
Capacité de financement	..	-4.3	-2.5	-1.8	-1.0	-1.3
Italie						
Bénéfices avant impôt ^c	..	6.9	8.1	8.4	..	..
impôts directs	..	1.0	1.5	1.6	..	..
Autres charges ordinaires	..	3.1	2.5	2.4	..	..
Intérêts	..	3.9	5.8	5.6	..	..
Dividendes	..	0.4	0.5	0.6	..	..
Épargne nette	..	-1.3	-2.2	-1.8	..	..
Capacité de financement	..	-5.6	-3.6	-2.1	..	..
Finlande						
Bénéfices avant impôt ^c	10.3	8.2	10.1	10.4	10.0	11.1
Impôts directs	2.1	1.4	1.3	1.2	1.3	0.9
Autres charges ordinaires	1.0	1.4	1.6	1.7	1.7	1.8
Intérêts	3.4	5.3	6.5	6.7	6.4	6.2
Dividendes	0.7	0.5	0.7	0.9	0.9	1.0
Épargne nette	3.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.4	1.1
Capacité de financement	-3.8	-6.4	-3.5	-3.3	-3.1	-3.1
Suède						
Bénéfices avant impôt ^c	..	7.0	9.9	11.7	11.0	10.3
impôts directs	..	1.0	1.4	1.5	1.2	2.4
Autres charges ordinaires	..	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0
Intérêts	..	3.6	4.8	4.6	5.1	4.8
Dividendes	..	0.9	1.3	1.3	1.6	1.8
Épargne nette	..	-0.2	0.5	2.3	1.0	-0.7
Capacité de financement	..	-4.7	-2.5	-2.6	-2.7	-6.0

a) Pour le secteur des entreprises *non financières*.

b) 1981.85 pour l'Italie. Voir la note a) du tableau 1.

c) Les bénéfices avant impôt correspondent à l'excédent net d'exploitation, plus les revenus de la propriété et les transferts courants.

Source: OCDE, *Comptes nationaux*.

L'évolution de l'épargne des entreprises suit de très près celle des bénéfices, la différence entre les deux variables correspondant au montant des dividendes versés aux actionnaires. Si les bénéfices ont été assez stables en Amérique du Nord pendant les années 60 et au début des années 70, ils se sont considérablement réduits dans la plupart des pays d'Europe et au Japon. La part des profits et le taux de rendement y sont tombés à un niveau très bas entre le milieu des années 70 et le début des années 80, mais ils se sont vivement redressés depuis. Les taux d'épargne des entreprises en proportion du PNB reflètent fidèlement ces évolutions (tableau 5).

Dans les années 70, période de compression des bénéfices, les entreprises ont recouru très largement à l'emprunt pour pouvoir continuer à investir. Le rapport de leurs versements d'intérêts au PNB a très fortement augmenté et, comme cette tendance s'est poursuivie au début des années 80, les marges brutes d'autofinancement se sont encore réduites pendant cette période. C'est ainsi que les charges financières des entreprises en proportion du PIB ont triplé depuis les années 60 aux États-Unis et doublé en Finlande. Outre le fait que le taux d'utilisation des capacités était tombé très bas au début des années 80, le désir des entreprises d'assainir leur bilan pourrait expliquer la lenteur du redressement des investissements durant les premiers stades de la phase actuelle de reprise conjoncturelle. Cependant, c'est essentiellement la vive remontée des bénéfices depuis quelques années, associée à la modération des salaires, qui a permis à l'épargne des entreprises de retrouver à peu près son niveau des années 60. Cette évolution a contribué à renforcer la marge brute d'autofinancement des sociétés et à réduire leurs charges d'intérêts à la suite de l'assainissement des bilans.

On s'est inquiété dans certains pays, notamment les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie, de l'augmentation, ces dernières années, du rapport endettement/fonds propres des entreprises. Cette démultiplication accrue est à mettre au compte des nouvelles formules de financement associées à la libéralisation financière, qui sont entrées en interaction avec des systèmes d'imposition offrant déjà souvent des incitations à s'endetter¹². Le nouveau rapport endettement/fonds propres du secteur des entreprises n'a pas encore été soumis à l'épreuve de la récession; un freinage sensible de l'activité économique pourrait mettre en difficulté certaines entreprises qui ont emprunté durant la récente période de croissance rapide. Néanmoins, les nouveaux instruments financiers donnent aussi aux entreprises une plus grande souplesse de trésorerie. L'apparition de nouveaux impératifs de contrôle et de gestion des entreprises, liée au remplacement des fonds propres par des capitaux empruntés, a probablement contribué à améliorer les performances de celles-ci (Lichtenberg et Siegel, 1987).

C. L'épargne des ménages

i) Croissance et baisse de l'épargne des ménages

Les taux d'épargne bruts des ménages ont fortement augmenté dans les années 70, avant de diminuer sensiblement dans presque tous les pays de l'OCDE au cours des années 80¹³ (graphique C). C'est, semble-t-il, l'incertitude économique créée par le premier choc pétrolier ainsi que l'inflation des années 70 qui ont fait monter les taux d'épargne, tandis que la désinflation et la longue phase de reprise conjoncturelle des années 80 les auraient fait baisser. Il est toutefois difficile de démêler les effets respectifs de l'incertitude et de l'inflation durant ces périodes. Le fléchissement de l'épargne des ménages depuis quelques années a été particulièrement marqué dans certains pays, le phénomène étant souvent lié à la libéralisation des marchés financiers.

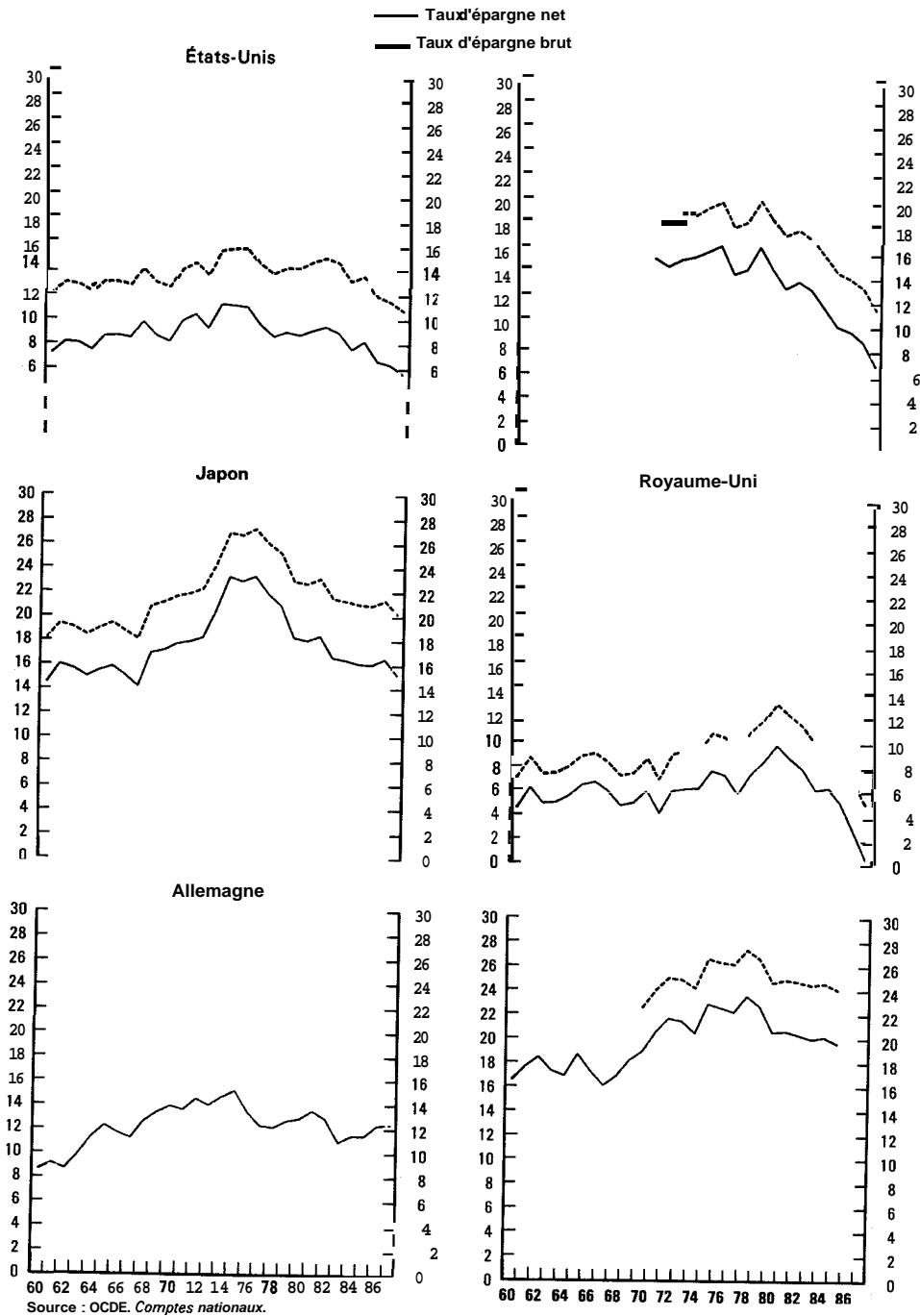
Le taux d'épargne des ménages est maintenant plus faible que dans les années 60 dans les pays scandinaves, dans quelques autres pays européens (le Royaume-Uni et la France) ainsi qu'aux États-Unis et en Australie. Il a également été orienté à la baisse au Japon, en Italie et en Irlande dans les années 80, y restant cependant plus élevé que dans les années 60 et se situant au-dessus de la moyenne de l'OCDE (graphique C).

Comme la dépréciation du capital est difficile à évaluer, que ce soit dans un même pays ou dans les comparaisons entre pays¹⁴, surtout dans les périodes d'inflation, les taux d'épargne nets seraient plutôt moins fiables que les taux bruts. Cela dit, l'évolution des taux d'épargne nets des ménages est analogue à celle des taux bruts (graphique C). En Finlande, en Norvège et en Suède, la baisse enregistrée dans la période récente s'est même traduite par des taux nets négatifs. L'évolution actuelle et prévue jusqu'en 1990 dans la plupart des pays de l'OCDE ne fait pas envisager un renversement de la tendance à la baisse, mais plutôt une stabilisation des taux d'épargne nets des ménages autour des niveaux actuels (voir graphique B).

ii) L'épargne des ménages *est-elle* correctement mesurée ?

Un certain nombre de problèmes de mesure, outre celui de l'amortissement, sont susceptibles de fausser les calculs du revenu, de la consommation et de l'épargne des ménages dans les comptes nationaux (Blades, 1983; Boskin, 1988). Indépendamment de l'exclusion des entreprises *individuelles*, ces ajustements concernent le classement des achats de biens de consommation durables parmi les dépenses en capital et non les dépenses courantes, l'harmonisation du traitement des systèmes de retraite et d'assurance-vie publics et privés et la prise en compte de l'épargne des caisses de sécurité *sociale*¹⁵. On notera que ces ajustements ont leur contrepartie soit dans la définition de l'épargne d'autres

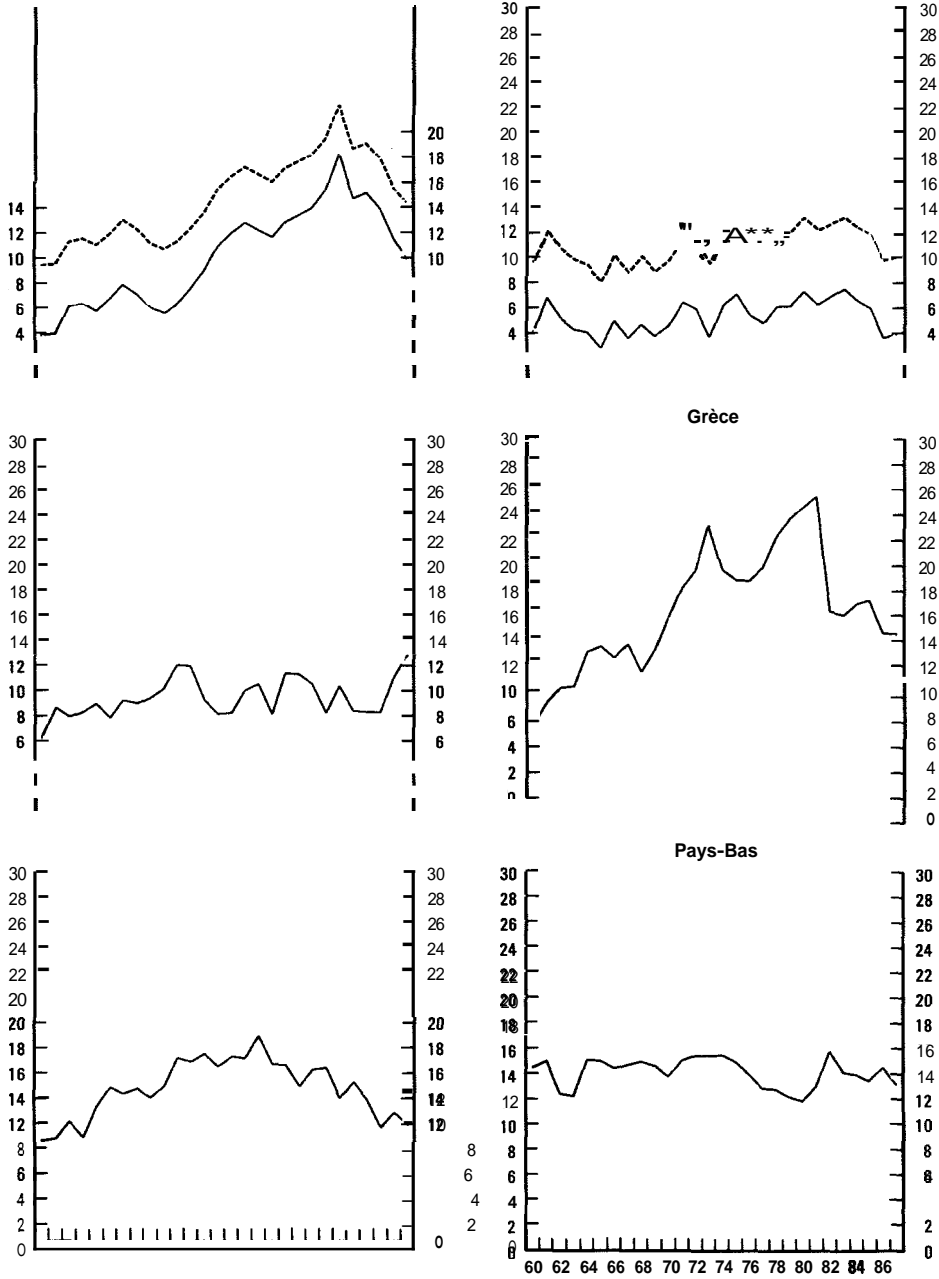
GRAPHIQUE C
TAUX D'ÉPARGNE, BRUT ET NET, DES MÉNAGES



GRAPHIQUE C (suite)

TAUX D'ÉPARGNE, BRUT ET NET, DES MÉNAGES

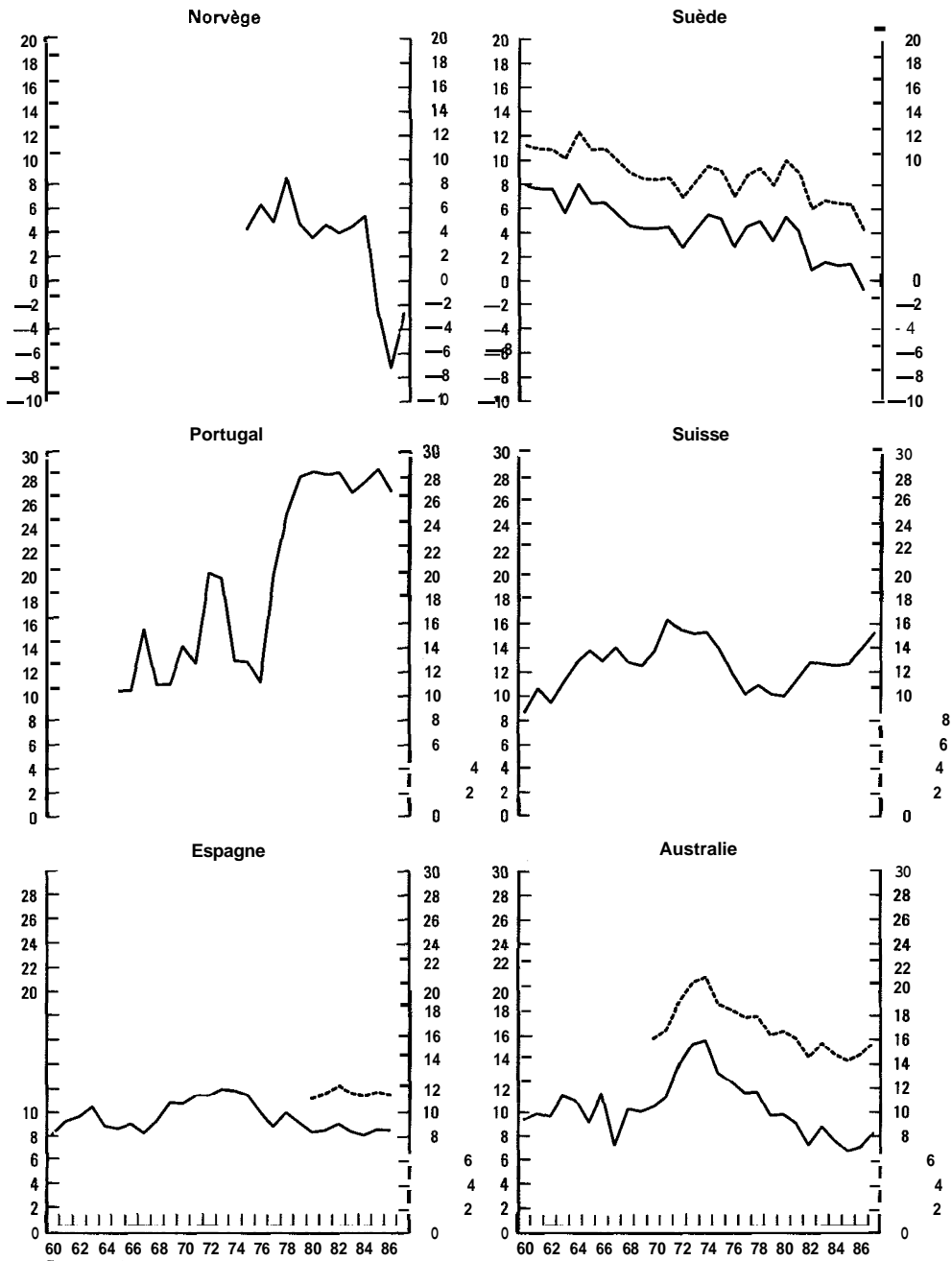
— Taux d'épargne net
- - - Taux d'épargne brut



GRAPHIQUE C (suite)

TAUX D'ÉPARGNE, BRUT ET NET, DES MÉNAGES

— Taux d'épargne net
 Taux d'épargne brut



Source : OCDE, Comptes nationaux.

secteurs (ajustement des postes retraites et sécurité sociale, exclusion des entreprises individuelles) soit dans celle de l'investissement des ménages (ajustement concernant les biens de consommation durables) et que, par définition, ils n'affectent pas le rapport entre épargne et investissement au niveau national. Ils n'ont pas d'incidence importante, en fait, sur la disparité des taux d'épargne d'un pays à l'autre. Ils influent sur le niveau du taux d'épargne brut des ménages, parfois très sensiblement (c'est le cas, par exemple, de l'exclusion des biens de consommation durables des dépenses de consommation aux États-Unis ou de l'inclusion de l'épargne des caisses de retraite en Suède), mais, en règle générale, ils n'ont pas d'effet important sur les tendances.

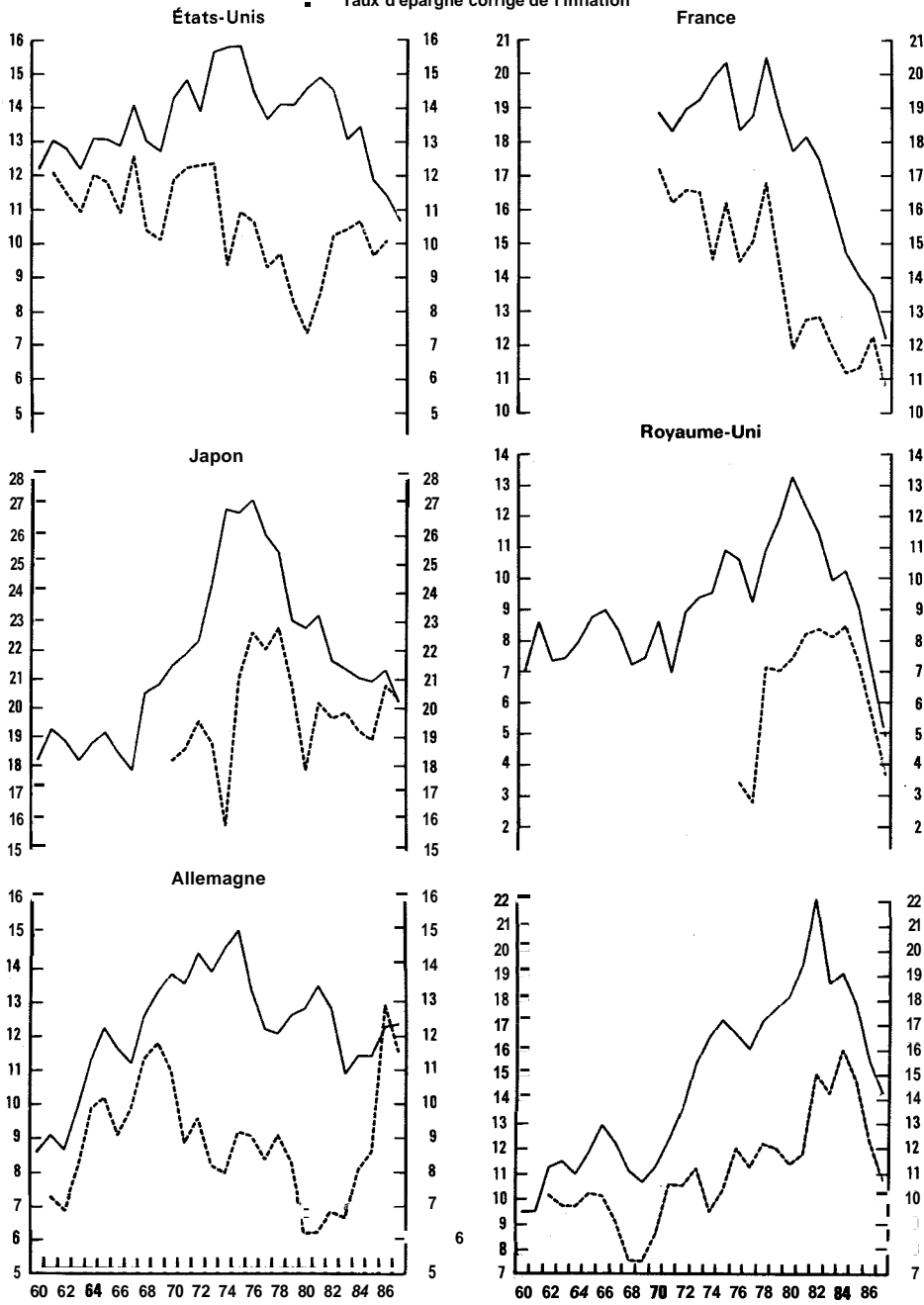
L'évolution des taux d'épargne des ménages telle qu'elle est mesurée se trouve en revanche sensiblement modifiée si l'on défalque les **plus-values** ou **moins-values engendrées par l'inflation**. Comme le phénomène de la désinflation a nettement marqué les années 80, on a attribué en partie la baisse des taux d'épargne des ménages au fait que les variations du revenu et de l'épargne des ménages résultant de l'inflation n'étaient pas bien prises en compte. Bien que, dans le Système de Comptabilité Nationale, le revenu et les dépenses nominaux englobent les intérêts perçus ou versés, qui incluent une « prime d'inflation », les plus-values ou moins-values sur actifs et passifs financiers n'entrent pas dans le calcul du revenu ou de l'épargne. Pourtant, quand l'inflation a un caractère persistant, les plus-values ou moins-values sur actifs et passifs monétaires prennent un caractère régulier et prévisible, de sorte qu'il semblerait normal de les considérer comme des revenus et dépenses courants (Hill, 1984 et 1988). Il faudrait donc ajuster les versements d'intérêts nominaux par des transferts imputés entre créanciers et débiteurs afin de ne pas surévaluer l'épargne des créanciers, ni sous-évaluer celle des débiteurs. Après correction de l'inflation, le niveau de l'épargne apparaît en baisse ou en hausse suivant que le secteur affiche une capacité ou un besoin de financement. L'ajustement pour inflation de l'épargne des ménages trouve donc sa contrepartie dans le secteur des entreprises et dans celui des administrations publiques, au moins pour les pays dont la position extérieure nette est proche de zéro.

Le graphique D présente l'évolution du taux d'épargne corrigé de l'inflation pour les sept grands pays dans les années 70, période d'inflation croissante, et dans les années 80, où l'inflation s'est très nettement ralentie¹⁶. On constate essentiellement que les variations des taux d'épargne sont sensiblement atténuées après correction de l'inflation, la tendance allant même parfois jusqu'à s'inverser. Aux États-Unis, par exemple, le taux d'épargne brut ainsi ajusté aurait augmenté d'environ 4 points de 1980 à 1986, alors que, sans ajustement, il a diminué de 3 ½ points. En Allemagne et en Italie, où le taux d'épargne brut calculé à partir du Système de Comptabilité Nationale est resté à peu près stable dans les années 80, les taux corrigés font apparaître une hausse sensible. En général, la correction de l'inflation modifie la configuration des hausses et des baisses des

GRAPHIQUE D

**TAUX D'ÉPARGNE BRUT DES MÉNAGES
CORRIGÉ DE L'INFLATION**

— Taux d'épargne brut
- - Taux d'épargne corrigé de l'inflation



Sources : OCDE, Comptes nationaux et estimations de l'OCDE

taux d'épargne des ménages, mais ne change pas le rapport global entre les années **80** et les années **60**.

Les problèmes de mesure de l'épargne liés aux variations du taux de change sont de même nature que ceux que pose l'inflation, et l'on devrait, en principe, en tenir compte à partir du moment où une partie des avoirs et des engagements des ménages est libellée en monnaie étrangère. Une étude portant sur le Canada (Haydu, **1987**) montre que, corrigé des variations des taux de change réels, le taux d'épargne des ménages aurait été un peu plus faible depuis **1976** à cause de la dépréciation du dollar canadien vis-à-vis du dollar des États-Unis. Il se pourrait donc que les fluctuations de change aient également eu une certaine incidence sur les taux d'épargne dans les autres pays pendant la période d'instabilité des changes des années **80**.

iii) Pourquoi les ménages épargnent-ils et peut-on expliquer les différences des niveaux d'épargne selon les pays ?

Un très grand nombre de travaux, théoriques aussi bien qu'empiriques, ont été consacrés aux déterminants de l'évolution de l'épargne des ménages. Pour un ménage considéré individuellement les principales raisons d'épargner sont les suivantes : répartir sa consommation dans le temps, en fonction d'un profil de flux de revenu anticipés et, en particulier, épargner pour la retraite (considération qui sous-tend l'hypothèse du cycle de vie (Ando et Modigliani, **1963**), se préserver des incertitudes de l'avenir, d'où une demande d'actifs de précaution, laisser un héritage à ses descendants. A court ou moyen terme, les ménages peuvent aussi épargner ou désépargner dans le cadre d'un projet d'acquisition de biens de consommation durables ou d'un logement. Pour le secteur des ménages en général, l'épargne dépend ainsi de facteurs démographiques, du patrimoine présent et futur et de caractéristiques institutionnelles ou structurelles, comme les possibilités offertes par les marchés financiers, les régimes de retraite et les systèmes fiscaux, qui interagissent avec le comportement d'épargne des ménages individuels pour déterminer le taux d'épargne global⁸. Les variations d'un certain nombre de ces facteurs expliquent en partie les écarts de taux d'épargne entre les pays ou, dans un même pays, d'une période à l'autre. On examinera ici brièvement ceux de ces facteurs qui sont les plus pertinents pour l'analyse comparative du comportement d'épargne des ménages dans les années **80**. La question du rôle important joué par les variations du patrimoine net et de l'endettement sera traitée séparément à la section III.C.v).

Les facteurs démographiques – c'est-à-dire les variations de la structure par âges – modifient les préférences globales des ménages si, comme le veut l'hypothèse du cycle de vie, la propension d'un individu à épargner varie avec l'âge (Musgrove, **1982** ; Barnes et Gillingham, **1984** ; Modigliani, **1986** ; Graham, **1987**). Une étude récente de Heller (**1988**) consacrée aux effets de l'évolution

Tableau 6. Facteurs démographiques et sociaux influant sur l'épargne des ménages

	Taux de dépendance des personnes âgées ^a	Taux de dépendance des jeunes ^b	Taux d'activité des plus de 65 ans	Accroissement de la population	Taux d'activité des femmes
1962-1970					
États-Unis	15.8	49.5	16.7	1.2	45.5
Japon	9.5	37.7	35.6	1.1	56.4
Allemagne	18.9	35.0	12.4	0.8	48.5
Royaume-Uni	19.3	36.8	12.6	0.5	49.2
Canada	13.0	54.6	14.3	1.7	..
Australie	13.6	47.4	12.1	1.9	..
Finlande	12.7	41.2	8.8	0.3	61.9
1971-1980					
États-Unis	16.4	38.8	13.2	1.0	54.1
Japon	11.8	35.4	28.0	1.2	53.5
Allemagne	22.6	32.5	6.8	0.0	49.4
France	21.5	37.7	8.6	0.6	51.7
Royaume-Uni	22.4	36.3	8.6	0.1	55.0
Canada	13.4	40.3	9.4	1.2	50.5
Australie	13.9	42.4	8.9	1.3	49.3
Finlande	16.0	32.7	10.9	0.4	66.2
Pays-Bas	16.9	38.8	4.2	0.8	..
Norvège	22.7	36.7	15.5	0.4	58.9
Suède	23.6	31.8	7.5	0.3	67.5
1981-1986					
États-Unis	17.7	33.1	10.8	1.0	62.6
Japon	14.5	32.9	25.1	0.6	56.7
Allemagne	21.7	23.2	3.6	-0.2	50.2
France	20.2	33.0	3.6	0.4	54.7
Italie	19.1	27.3	5.8	0.3	40.4
Royaume-Uni	23.1	30.2	5.3	0.1	58.8
Canada	14.9	32.3	7.5	0.8	61.1
Australie	15.3	36.6	5.1	1.4	53.3
Finlande	18.2	28.8	5.0	0.5	72.7
Pays-Bas	17.6	30.1	1.8	0.5	40.0
Norvège	24.2	32.4	12.6	0.3	66.5
Espagne	18.3	37.4	4.9	0.5	32.8
Suède	26.3	28.7	4.4	0.1	76.7

a) Personnes de 65 ans et plus en proportion de la population d'âge actif.

b) Personnes de moins de 15 ans en proportion de la population d'âge actif.

Source: OCDE, *Statistiques de la population active*.

démographique sur le taux d'épargne dans les sept grands pays de l'OCDE montre que le ((vieillissement» de la population a réduit l'épargne (et pourrait continuer de la réduire sensiblement jusqu'au premier quart du siècle prochain, la baisse la plus importante devant être observée au Japon). Toutefois, il apparaît que, dans ce pays, le désir de laisser un héritage à ses descendants soit particulièrement marqué, ce qui peut entre autres expliquer le taux élevé d'activité des personnes âgées, ainsi qu'une certaine atténuation du phénomène de baisse du taux d'épargne par rapport à ce que l'on pourrait attendre. Comme le montre le tableau 6, le rapport de dépendance économique des personnes âgées a effectivement augmenté dans la plupart des pays dans les années 80, par rapport aux années 70 et aux années 60. Horioka (1986) estime également que l'évolution importante que devrait accuser la pyramide des âges au Japon pourrait y entraîner une baisse du taux d'épargne des ménages après 1995. Le vieillissement de la population aurait sans doute une conséquence analogue en Allemagne et dans quelques autres pays (Hagemann et Nicoletti, 1989). Il est donc assez logique du point de vue économique que l'Allemagne et le Japon aient actuellement des taux d'épargne (privés et nationaux) relativement élevés, les épargnants cherchant à s'assurer le taux de rendement après impôt le plus élevé à l'échelle internationale.

Non seulement le profil de la pyramide des âges change, mais il y a des raisons de penser que les individus d'un âge donné ne se comportent pas comme dans le passé : c'est ce qu'on appelle ((l'effet de génération)). Observant la répartition de la population des États-Unis par cohortes, Boskin et Lau (1978) constatent que les personnes nées depuis 1939 ont, au même âge, une propension à épargner nettement plus faible que celles qui sont nées avant cette date. De même, Kessler (1989) estime que, en 1988, les ménages français de 25 à 45 ans ont une propension à consommer plus élevée que celle de leurs parents au même âge; comme le note Christine (1989), cet effet a peut-être été amplifié par la libéralisation des marchés financiers. D'autres facteurs sociaux, comme le taux de dépendance économique des jeunes et les taux d'activité des personnes âgées et des femmes, peuvent également expliquer les différences de niveau d'épargne des ménages entre les **pays**¹⁹. Le tableau 7 présente un indicateur synthétique des facteurs démographiques et sociaux ayant influé sur le taux d'épargne des ménages dans les sept grands pays au cours des années 80 ; il apparaît que, sur la base d'un classement moyen de ces seuls facteurs, le taux d'épargne devrait être relativement élevé au Japon et en Italie et faible aux États-Unis et au Royaume-Uni.

L'augmentation de la **proportion de personnes âgées** dans la population s'est accompagnée d'une amélioration de leur situation économique, phénomène également invoqué pour expliquer la diminution de l'épargne globale. Un certain nombre d'auteurs ont étudié les effets des systèmes obligatoires de sécurité sociale sur l'évolution dans le temps de la consommation et, donc, de l'épargne. Feldstein et Pellochio (1978), par exemple, ont observé que l'existence de la sécurité sociale

Tableau 7. Déterminants socio-économiques de l'épargne des ménages, 1981.86

	Taux de dépendance des personnes âgées	Taux de dépendance des jeunes	Taux d'activité des plus de 65 ans	Accroissement de la population	Taux d'activité des femmes	Classement attendu	Classement effectif
États-Unis	3	6	6	1	7	6	6
Japon	1	4	7	3	4	3	2
Allemagne	6	1	1	7	2	2	5
France	5	5	1	4	3	4	3
Italie	4	2	4	5	1	1	1
Royaume-Uni	7	3	3	6	5	7	7
Canada	2	7	5	2	6	5	4

avait nettement freiné l'accumulation de patrimoine par les particuliers aux États-Unis dans les années 60, tandis que Boskin, Kotlikoff et Knetter (1985) ainsi que Summers et Carroll (1987) estiment que l'augmentation du bien-être relatif des personnes âgées était une cause importante de la baisse du taux d'épargne des ménages dans ce même pays au cours des années 80. Bien que l'existence d'un effet négatif de la sécurité sociale sur l'épargne ait été plus ou moins mis en doute par un certain nombre d'autres auteurs (Barro, 1978; Leimer et Lesnoy, 1982; Kaskela et Viren, 1983; Auerbach et Kotlikoff, 1983), des preuves empiriques de cet effet ont été apportées plus récemment pour divers autres pays. Bentzel et Berg (1983) ont estimé que l'instauration des régimes de sécurité sociale en Suède avait pesé de manière significative sur l'épargne privée (ce qui atténuerait la portée de l'ajustement des retraites dont on a parlé à la section III.C.ii)). De même, Shibuya (1987) et Brugiavini (1987) ont trouvé des confirmations empiriques d'une réduction de l'épargne imputable au régime public d'assurance-vieillesse au Japon et en Italie respectivement, encore que dans le cas du Japon on doive garder à l'esprit que le régime public de retraite ne remonte qu'à 1965. L'annexe H de Dean et al. (1989) donne les taux d'épargne bruts des ménages après correction de cet effet. Il faut souligner que les dépenses publiques de retraites ont augmenté très sensiblement dans la plupart des pays de l'OCDE dans les années 80, où elles ont représenté en moyenne 9 pour cent du PIB pour les sept grands pays, contre 7 pour cent dans les années 70. Cette évolution a été encore plus prononcée dans certains des petits pays, l'exemple le plus frappant étant celui de la Suède, où les dépenses publiques de retraites, qui se montaient à

5 pour cent du PIB à la fin des années 60, ont atteint près de 11 pour cent en 1985 (OCDE, 1988).

L'incidence des *taux d'intérêt* sur l'épargne est une question importante dans le contexte de l'endettement du secteur public et des effets de la politique budgétaire. Elle a pris un relief encore plus marqué avec la libéralisation des marchés financiers intervenue au cours des années 80, qui a conféré aux variations des taux d'intérêt un rôle accru dans l'équilibrage de l'offre et de la demande en matière financière. A *priori*, l'incidence des taux d'intérêt sur l'épargne est difficile à déterminer puisqu'ils ont à la fois un effet sur les revenus (par l'intermédiaire des paiements d'intérêts nets) et sur l'arbitrage entre consommation et épargne. Hall (1985), par exemple, a observé, avec de nombreux exemples à l'appui, que les consommateurs américains tendent à différer leur consommation lorsqu'ils s'attendent à une hausse des taux d'intérêt réels, cependant que Boskin (1978) concluait à ((une élasticité positive de l'épargne privée aux États-Unis par rapport aux taux d'intérêt)). Dicks (1988), lui aussi, a mis en relief l'élasticité positive de l'épargne par rapport aux taux d'intérêt parmi les déterminants de l'évolution de l'épargne des ménages au Royaume-Uni. Cette conclusion a été confirmée pour sept autres pays industriels par Tullio et Contesso (1986)²⁰. Beach *et al.* (1986) ont trouvé qu'au Canada la forme de la pyramide des âges jouait en outre un rôle important, la réaction de l'épargne des ménages aux variations des taux réels de rendement étant positive pour les jeunes (les effets de substitution dominant) et négative pour les personnes approchant de la retraite (les effets de revenu dominant). L'action que les taux d'intérêt exerce par le jeu des effets de patrimoine est probablement importante elle aussi comme on le verra ci-après.

iv) Inflation non anticipée et incertitude

L'évolution du taux d'inflation peut entraîner des variations de l'épargne en termes réels, mais aussi fausser les diverses mesures car, au moins à court terme, les taux d'intérêt nominaux peuvent ne pas s'ajuster de manière à compenser pleinement l'inflation. Ce phénomène d'inflation non anticipée peut amener les particuliers à épargner davantage afin de maintenir le niveau de leur patrimoine en termes réels. De même, en période de ralentissement de l'inflation, le fait que leur situation patrimoniale soit meilleure que prévu en termes réels peut les inciter à épargner moins (Jump, 1980). Ce lien entre les évolutions respectives de l'épargne et de l'inflation ne doit pas être assimilé au strict problème de mesure de l'épargne évoqué plus haut qui, lui, intervient également quand les taux d'intérêt augmentent de pair avec l'inflation, c'est-à-dire quand l'inflation est anticipée. Des études économiques récentes montrent en particulier que les effets de patrimoine engendrés par l'inflation ont eu une incidence positive sur l'épargne dans la plupart des pays de l'OCDE²¹.

Indépendamment des effets de patrimoine induits, la relation entre épargne et inflation est également le reflet de l'incertitude. Comme les périodes de forte inflation sont souvent des périodes d'incertitude plus générale, il se peut que les ménages y réagissent en accroissant leurs actifs de précaution. C'est ainsi qu'au cours des deux chocs pétroliers des années **70**, où l'on a observé une poussée de l'inflation, le taux d'épargne des ménages corrigé du taux d'inflation a augmenté fortement au Japon et plus légèrement au Canada. Au Japon, en France et au Canada ce même taux d'épargne a baissé sensiblement en **1974** avant de remonter vivement en **1975** (graphique D). En revanche, dans les années **80**, la longue période de désinflation a peut-être contribué à un certain recul de l'incertitude, incitant ainsi les ménages à réduire plus ou moins leurs actifs de précaution.

v) *La situation générale des ménages : patrimoine net et endettement*

Patrimoine net. Les théories de la consommation fondées sur la notion de cycle de vie et le concept de revenu permanent soulignent l'importance de la situation patrimoniale nette des ménages dans leurs arbitrages entre consommation et épargne. Suivant la théorie du cycle de vie, les ménages se fixent comme objectif un certain niveau de patrimoine (qui varie d'ailleurs inévitablement au cours de ce cycle) permettant d'assurer leur consommation au long de leur existence, tandis que, dans la théorie du revenu permanent, la consommation permanente correspond au montant qu'on peut consommer sans faire varier son patrimoine net (y compris la valeur actualisée du revenu du travail anticipé). Dans l'un et l'autre cas, l'amélioration du patrimoine net se traduit pour les ménages par une moindre nécessité d'épargner. Bien que l'épargne soit faible dans beaucoup de pays, les données permettant d'évaluer le patrimoine net ou la richesse financière nette montrent que, d'une manière générale, la situation financière des particuliers et de l'ensemble du secteur privé a été saine ou en forte amélioration ces dernières années, même si l'on tient compte de l'effondrement des marchés boursiers en octobre **1987** (tableau 8)²².

Au cours des années 80, le taux d'épargne des ménages a baissé tandis que le rapport de leur patrimoine net ou de leur patrimoine financier net à leur revenu disponible a sensiblement augmenté dans la plupart des grands pays de l'OCDE. Toutefois, au Canada, on n'observe pas de lien entre le taux d'épargne et le rapport du patrimoine net au revenu pendant la majeure partie des 25 dernières années. Carroll et Summers (**1987**) expliquent la soudaine diminution du rapport patrimoine net/revenu observée au Canada en **1980** et la baisse du taux d'épargne des ménages survenue en **1982** par la flambée, puis l'effondrement des prix immobiliers qui ont marqué la fin des années **70** et par la récession de **1981-82** qui a été particulièrement prononcée dans ce pays.

Tableau 8. Ratios patrimonielrevenu et dettelrevenu du secteur des ménages^b

	1970	1975	1980	1985	1986	1987	1988
États-Unis							
Patrimoine net/revenu ^b	4.53	4.25	4.78	4.58	4.66	4.62	4.58
Patrimoine net financier/revenu	2.86	2.46	2.71	2.70	2.74	2.65	2.64
Portefeuille d'actions/revenu	1.04	0.57	0.62	0.69	0.75	0.68	0.66
Passif total/revenu	0.71	0.70	0.80	0.88	0.92	0.94	0.94
Taux d'épargne	8.3	9.4	7.3	4.5	4.3	3.3	4.3
Japon							
Patrimoine net/revenu ^b	3.98	4.14	5.04	5.74	6.48	7.80	n.d.
Patrimoine net financier/revenu	0.97	0.99	1.24	1.66	1.85	2.17	n.d.
Portefeuille d'actions/revenu	0.24	0.20	0.24	0.30	0.43	0.67	n.d.
Passif total/revenu	0.60	0.62	0.76	0.90	0.93	1.02	n.d.
Taux d'épargne	17.7	22.8	17.9	16.0	16.4	15.1	15.20
Allemagne							
Patrimoine net financier/revenu	1.08	1.23	1.37	1.62	1.66	1.69	1.73
Portefeuille d'actions/revenu	0.06	0.04	0.03	0.04	0.05	0.05	0.05
Passif total/revenu	0.08	0.09	0.15	0.16	0.17	0.17	0.17
Taux d'épargne	13.8	15.1	12.7	11.4	12.2	12.3	12.6
France							
Patrimoine net financier/revenu	0.97	0.80	0.84	0.98	1.15	1.03	1.14
Portefeuille d'actions/revenu	0.50	0.31	0.21	0.43	0.62	0.53	0.67
Passif total/revenu	0.58	0.59	0.62	0.63	0.67	0.74	0.76
Taux d'épargne	18.7	20.2	17.6	14.0	13.2	11.5	12.4
Italie							
Patrimoine net financier/revenu	n.d.	0.98	0.97	1.29	1.45	1.48	1.56
Portefeuille d'actions/revenu	n.d.	0.05	0.06	0.11	0.19	0.13	0.13
Passif total/revenu	n.d.	0.09	0.07	0.08	0.10	0.10	0.11
Taux d'épargne	38.2	35.1	29.1	23.6	23.1	22.1	22.7

Royaume-Uni

Patrimoine net/revenu ^b	4.07	4.07	3.91	4.48	4.88	5.10	n.d.
Patrimoine net financier/revenu	2.26	1.39	1.19	1.65	1.84	1.82	1.79
Portefeuille d'actions/revenu	n.d.	0.30	0.21	0.26	0.33	0.41	0.41
Passif total/revenu	0.57	0.64	0.51	0.80	0.87	0.93	0.99
Taux d'épargne	9.3	12.1	13.5	9.6	7.8	6.2	4.4

Canada

Patrimoine net/revenu ^b	3.92	3.72	4.06	3.84	3.96	4.06	4.14
Patrimoine net financier/revenu	1.58	1.31	1.52	1.65	1.68	1.67	1.68
Portefeuille d'actions/revenu	0.64	0.47	0.58	0.55	0.57	0.57	0.56
Passif total/revenu	0.82	0.81	0.87	0.73	0.78	0.84	0.90
Taux d'épargne	5.6	12.7	13.6	13.3	10.6	9.7	9.4

n.d. = non disponible.

a/ On entend par revenu le revenu nominal disponible des ménages. Pour les variables de patrimoines et d'endettement, on a pris en compte les valeurs nominables en fin d'année. Le portefeuille d'actions ne comprend pas les actions détenues par les caisses de retraite ; il est évalué à la valeur en bourse.

b/ A l'exclusion des logements et des terrains.

Source: États-Unis : Federal Reserve, *Balance Sheet for the U.S. Economy 1949-89*, 1989.
 Japon : Economic Planning Agency, *Annual Report on National Accounts*, 1989.
 Allemagne : Deutsche Bundesbank, *Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung*, 1989.
 France : Banque de France, *Tableau d'Équilibre des Relations Financières*, 1989.
 Royaume-Uni : Central Statistical Office, *Financial Statistics*, 1989, *National Accounts*, various years.
 Italie : Banca d'Italia, *Bulletin économique*, 1986; *Rapport annuel*, 1989.
 Canada : Statistique Canada, *Bilan national*, 1989.

Portefeuille d'actions. Les biens immobiliers (y compris les terrains) et les actions comptent généralement pour beaucoup dans les fluctuations du patrimoine des ménages. Jusqu'au krach boursier d'octobre **1987**, les plus-values sur actions ont accru le patrimoine des ménages par rapport à leur revenu disponible, favorisant ainsi la réduction de l'épargne. On pensait que les pertes en capital consécutives à la baisse des cours entraîneraient un ralentissement de la progression des dépenses de consommation et une hausse du taux d'épargne – surtout dans les pays comme les États-Unis où les moins-values sur actions représentaient une composante particulièrement importante des variations du patrimoine net des ménages – or, dans la plupart des pays, la croissance de la consommation ne s'est guère ralentie ou bien elle a fléchi moins qu'on ne s'y attendait.

Plusieurs facteurs semblent expliquer cette persistance de la tendance soutenue des dépenses de consommation après la baisse des cours en bourse d'octobre **1987**. Il se peut que, rétroactivement, beaucoup de détenteurs d'actions aient considéré la hausse des cours comme un phénomène essentiellement temporaire. Dans la plupart des pays la chute des cours n'a fait qu'effacer la majeure partie des gains de l'année et, dans beaucoup de cas, ces cours se sont nettement redressés par la suite, dépassant même, dans certains cas, leur niveau d'avant le krach. La reprise du cours des actions et la fermeté des dépenses de consommation après cet événement incitent à penser que la vigueur foncière de l'économie dans les pays de l'OCDE a été sous-estimée à l'époque, mais elles sont peut-être liées aussi à l'intervention immédiate des banques centrales, celles-ci ayant fourni d'amples liquidités pour éviter une crise financière.

Patrimoine immobilier. Au Japon et au Royaume-Uni les variations de la valeur du parc de logements et de terrains ont joué un rôle déterminant dans l'évolution du patrimoine net au cours des quelque 20-25 dernières années et, pour la plupart des années considérées, elles ont été supérieures à la valeur globale de l'épargne des ménages. L'augmentation de la valeur du parc de logements a été également importante, ces dernières années, au Canada, en Australie, en Suède et en Norvège. Dans la majorité de ces pays les possibilités plus larges de crédit données par la libéralisation financière, ou l'absence de tensions monétaires dans le cas du Japon, ont joué un rôle important dans l'accroissement rapide des emprunts hypothécaires et des prix immobiliers.

Les plus-values immobilières accroissent souvent très sensiblement le patrimoine net et, ce faisant, stimulent la consommation. Au Royaume-Uni on constate que la hausse rapide des prix de l'immobilier à Londres a favorisé la contraction des patrimoines, car les biens immobiliers acquis sont revendus sans que le produit de la vente soit entièrement réinvesti, une partie importante en étant consommée (Mueilbauer et Murphy, **1988** ; Caverley et Datta, **1988**). Dans plusieurs autres pays, la libéralisation financière et le développement de la concurrence ont facilité l'utilisation du logement comme garantie pour l'obtention d'autres prêts. En outre, le système fiscal est souvent favorable à l'investissement

et à l'épargne immobiliers, cet effet étant devenu plus important à mesure que les autres facteurs de distorsion étaient supprimés et que l'accès au crédit devenait plus facile (voir les sections III.C.vii) et viii)).

L'endettement des ménages. L'accroissement du patrimoine net des ménages s'est accompagné ces dernières années d'une augmentation rapide de leur endettement brut, en particulier aux États-Unis, en France, au Royaume-Uni, en Australie, en Suède, en Finlande et en Norvège. On peut faire un parallèle entre cette augmentation et l'assouplissement des conditions d'accès à l'emprunt qui est allé de pair avec la libéralisation et la diversification des marchés financiers. Dans le cas de la France, par exemple, l'assouplissement de l'encadrement du crédit en 1986 et sa suppression pure et simple, notamment en ce qui concerne le secteur des ménages, au début de 1987 ont favorisé la consommation et le recours à l'emprunt²³. Cependant, dans les pays où il a été le plus important, l'accroissement de l'endettement est lié directement aux prêts au logement ou à la consommation garantis par le patrimoine immobilier.

Les emprunts contractés pour l'acquisition de logements représentent l'élément le plus important de l'endettement des ménages dans la plupart des pays de l'OCDE. Dans certains pays, le rationnement du crédit au logement, qui était auparavant très important, a disparu en grande partie. Les normes légales ou de fait appliquées en matière d'épargne préalable et d'apport personnel ont été sensiblement réduites avec la libéralisation et le développement de la concurrence sur les marchés financiers. Aux États-Unis, l'apport personnel moyen est tombé de 20.5 à 11.4 du prix de vente entre 1980 et 1985 (Summers et Carroll, 1987). Au Royaume-Uni, plus de la moitié des personnes ayant accédé à la propriété en 1987 ont obtenu un prêt hypothécaire se montant à 95 pour cent au moins du prix d'achat (Shields, 1988). On a observé une évolution analogue ces dernières années à la suite de la libéralisation financière en Australie, en Suède, en Finlande et en Norvège. En outre, dans beaucoup de cas, les prêts à la consommation garantis par l'actif immobilier net se sont fortement développés. Aux États-Unis ce compartiment du crédit a connu une croissance rapide à la suite de la réforme fiscale de 1986, mais il semble bien qu'il se soit substitué en grande partie à d'autres types de prêts à la consommation sans que le volume global des emprunts en ait été affecté (Canner et al., 1988). Au Royaume-Uni et dans certains pays nordiques, toutefois, ces prêts semblent avoir contribué à l'augmentation considérable de l'endettement des ménages observé ces dernières années.

A propos du lien ainsi établi entre l'accroissement des emprunts hypothécaires des ménages et la baisse de leur taux d'épargne, il convient d'examiner la façon dont les opérations en question sont enregistrées en comptabilité nationale. Le taux d'épargne d'un ménage-type baisse considérablement après l'achat d'un logement, mais il remonte ensuite à mesure que les versements d'intérêts (qui sont déduits du revenu) deviennent moins importants par rapport aux remboursements du principal (qui sont une forme d'épargne)²⁴. Ce processus serait sans

effet sur le taux d'épargne global des ménages si la désépargne des uns était compensée par l'épargne des autres. Toutefois, dans la plupart des pays de l'OCDE, le « baby-boom » a entraîné ces dernières années une augmentation des effectifs en âge de fonder un foyer et dont les dépenses d'acquisition et d'équipement du logement sont importantes, donnant ainsi une portée accrue aux effets de la libéralisation financière sur l'augmentation de l'endettement. Aux États-Unis, par exemple, on a observé durant les trois années qui ont suivi la récession de **1980-82** une hausse rapide du taux de formation de ménages, accompagnée d'un rapide redressement des investissements en logements (Gabriel, **1987**). De plus, lors de l'acquisition d'une maison, les ménages achètent aussi de nombreux biens d'équipement et financent ces achats par des emprunts, contribuant ainsi à accentuer toute tendance au recul de l'épargne.

vi) Comment évaluer la « soutenabilité » de la dette du secteur des ménages ?

Le rapide accroissement de la dette du secteur des ménages suscite des inquiétudes quant à la capacité des intéressés d'en assurer la charge, compte tenu notamment des difficultés de paiement qui toucheraient un grand nombre d'entre eux en cas de freinage de l'activité économique. Pour le secteur des ménages en général, le patrimoine net et le revenu disponible se sont améliorés ou au moins maintenus au cours des années **80** dans les grands pays de l'OCDE, mais des indicateurs globaux de ce genre ne donnent guère d'informations sur la répartition des avoirs et des engagements. Une dégradation de la situation économique liée soit à un tassement général de l'activité soit à une hausse des taux d'intérêt, pourrait peser sur la situation de ménages dont les ressources sont lourdement hypothéquées.

D'après certaines données d'enquêtes auprès des ménages réalisées aux États-Unis, les ménages à revenu élevé, qui devraient être les mieux équipés pour assurer le service de leur dette, représentent la majeure partie des dettes et des actifs financiers ; à l'intérieur de groupes de revenu spécifiques, les avoirs financiers sont en moyenne du même ordre de grandeur que les dettes, bien que la concentration des revenus d'intérêts soit plus forte que celle des versements d'intérêts. Les dettes de consommation sont pour l'essentiel couvertes par des actifs. Dans l'une et l'autre des « Surveys of Consumer Finances » de **1983** et **1986**, environ **80** pour cent des familles avait un patrimoine financier et immobilier d'une valeur supérieure à l'encours de leurs prêts à la consommation, cependant qu'un peu plus de 50 pour cent avaient des actifs financiers plus importants que leurs dettes de consommation. Même les familles dont le remboursement des dettes était égal ou supérieur à **30** pour cent du revenu brut avaient des actifs couvrant **70** pour cent de leur endettement (Avery *et al.*, **1987**). De plus, seules quelques familles semblent lourdement endettées sur de longues périodes – pour

la plupart, le rapport entre les remboursements et le revenu paraît diminuer assez vite.

Il semblerait que le nombre de ménages ayant des remboursements élevés (représentant 30 pour cent ou plus du revenu brut) soit généralement faible dans les pays de l'OCDE. Aux États-Unis, moins de 3 pour cent des familles remboursaient des prêts à la consommation à raison de 30 pour cent ou plus de leur revenu brut en 1986 (Avery *et al.*, 1987) et au Royaume-Uni, moins de 7 pour cent des ménages avaient des remboursements supérieurs au tiers de leur revenu disponible en 1988 (Saunders, 1988). Bien que le pourcentage de défaillants soit sans doute en augmentation, il reste généralement faible et ne continuera probablement qu'à concerner un petit nombre de ménages – aux États-Unis, le pourcentage de défauts de paiement sur des prêts individuels est peu élevé par comparaison avec les moyennes des quinze dernières années ; au Royaume-Uni, le taux de saisies a augmenté durant les années 80, pour atteindre un niveau assez élevé en 1987, mais a légèrement diminué en 1988 et au premier semestre de 1989, cependant que les retards de remboursement connaissent une évolution comparable, à l'exception d'une hausse au premier semestre de 1989. En cas de difficultés de trésorerie, les intéressés ont plutôt tendance à réduire leurs dépenses générales de consommation qu'à se mettre en situation de défaut de paiement.

Pour évaluer le poids de la dette des ménages dans les grands pays de l'OCDE, il faut prendre en compte d'autres facteurs, ayant notamment trait à la libéralisation financière. Le marché a vu apparaître de nombreux produits nouveaux qui ont accru la capacité des emprunteurs de faire face à leurs problèmes de trésorerie : par exemple, les prêts à taux ajustables mais à remboursements fixes sur une période variable, la possibilité de déplacer le poids réel des paiements d'intérêts sur la durée de vie des prêts et un accès plus large aux moyens de financement d'actifs immobiliers. Dans certains pays, les échéances de prêts se sont allongées de sorte que, même si le rapport entre la dette et le revenu a augmenté, le rapport entre les remboursements et le revenu n'a pas augmenté dans les mêmes proportions. De même, dans plusieurs des pays où la croissance de l'endettement a été rapide, les lourdes charges d'intérêts des prêts hypothécaires (et des prêts à la consommation dans les pays nordiques) sont fiscalement déductibles, si bien que les emprunteurs sont moins pénalisés par la hausse des taux d'intérêt.

Dans le passé, le large recours au rationnement du crédit en cas de durcissement de la politique monétaire a contribué de façon cruciale à l'apparition de pressions soudaines. Cette mesure a aujourd'hui disparu dans beaucoup de grands pays de l'OCDE – l'accès au crédit est généralement libre, sinon gratuit, sous réserve que l'évaluation du revenu et du patrimoine net garantisse la solvabilité de l'intéressé. Ainsi, dans un contexte de plus grande liberté financière et de flottement des taux (par contraste avec une époque où le rationnement du crédit

était la norme), l'effet d'un resserrement de la politique monétaire se traduira de façon progressive par une élévation des charges d'intérêts, et non de la façon plus abrupte qui consistait à interdire tout nouvel emprunt.

Comme on l'a vu, l'une des principales caractéristiques de la libéralisation financière est la forte réduction de l'apport personnel requis pour acheter un logement, de nombreux ménages parvenant à obtenir des prêts égaux ou supérieurs à 95 pour cent du prix d'achat. Par conséquent, les ménages ayant acheté au plus fort des récents booms immobiliers se retrouvent aujourd'hui, avec le tassement du marché, endettés pour plus que la valeur de leur bien. Ce n'est pas forcément grave si, comme il est probable, les prix de l'immobilier se redressent avec le temps ; le logement est un investissement à long terme. Toutefois, la baisse de valeur des logements diminue leur valeur de garantie pour de nouveaux emprunts et limite la portée de l'option de revente en cas de difficultés de trésorerie; elle tend aussi à décourager les intéressés d'assurer le service de leur dette. Ces considérations peuvent entrer en ligne de compte pour certains pays caractérisés par un fort endettement du secteur des ménages – à savoir le Royaume-Uni, l'Australie et plusieurs pays nordiques – où l'on s'attend à un ralentissement de l'activité en 1990.

vii) La structure de la fiscalité et son influence sur l'épargne des ménages

Les effets défavorables que la structure de la fiscalité peut avoir sur le niveau de l'épargne et de l'investissement et sur les formes qu'ils prennent sont un sujet de préoccupation croissante. Le fait que les taux de rendement après impôt tendent à être plus faibles que les taux avant impôt à partir du moment où le revenu est imposé, peut décourager l'épargne, la consommation future étant taxée plus lourdement que la consommation présente, encore que le recours massif à la fiscalité indirecte puisse avoir l'effet inverse. L'importance de cette distorsion dépend en pratique de la différence qui existe entre les taux de rendement avant et après impôt (ce qu'on appelle le « coin fiscal ») et de l'élasticité de l'épargne par rapport au taux de rendement après impôt. Comme les effets de revenu et de substitution jouent, pour un épargnant net, dans des sens opposés, l'effet net de l'imposition du revenu sur l'épargne est difficile à déterminer. Des études récentes tendent à montrer, on l'a vu, que l'épargne réagit probablement au taux de rendement après impôt de manière plus positive qu'on ne le pensait auparavant.

La fiscalité influe sur l'épargne de bien des manières différentes. Il n'existe pas actuellement de système fiscal qui cherche à mettre sur le même pied toutes les formes de revenu et il n'en existe pas non plus qui exonère entièrement de l'impôt l'épargne et le revenu du capital comme ce serait le cas si l'on taxait uniquement les dépenses. On constate de plus en plus que, parmi les systèmes

fiscaux en vigueur, beaucoup sont de nature à avoir un effet dissuasif sur l'épargne et que, en l'absence d'imposition de l'épargne et des revenus du capital, on pourrait s'assurer des gains économiques substantiels. Par exemple, les simulations faites sur des modèles dynamiques d'équilibre général, comme ceux d'Auerbach et Kotlikoff (1987), montrent que la réduction de l'imposition du capital aux dépens des revenus du travail, ou l'adoption d'un impôt sur la consommation, pourrait accroître très sensiblement la formation de capital et la production à long terme²⁵. Dans le premier cas, une plus grande neutralité dans le régime fiscal de l'épargne aurait des effets pervers sur les incitations à l'emploi.

Les incitations à l'épargne. Beaucoup de pays appliquent un régime fiscal favorable à telle ou telle forme d'épargne financière, notamment en vue de la retraite. La question capitale qui se pose à cet égard est de savoir si ces avantages fiscaux accroissent l'épargne globale des ménages ou s'ils ne se traduisent que par un transfert d'épargne vers une catégorie bénéficiant d'un régime privilégié. Carroll et Summers (1987) estiment que la forte différence existant entre le taux d'épargne du Canada et celui des États-Unis depuis la fin des années 60 s'explique certainement en partie par le régime fiscal très favorable des cotisations de retraite au Canada, tandis que, selon certains éléments avancés par Venti et Wise (1987), la création des comptes d'épargne-retraite aux États-Unis aurait dans une certaine mesure augmenté l'épargne financière des ménages.

L'investissement dans le **logement à usage personnel** est très largement favorisé par la fiscalité²⁶. Ce régime préférentiel prend diverses formes, comme les allègements fiscaux au titre des intérêts des prêts hypothécaires et l'exonération de l'impôt sur les plus-values ainsi que la non-imposition de valeur locative du logement. Parmi les pays de l'OCDE, le Canada, la Nouvelle-Zélande et la Turquie sont les seuls à ne pas accorder de déductions fiscales ou de crédits d'impôt pour les intérêts hypothécaires. Si un certain nombre de pays limitent l'allègement fiscal consenti au titre des intérêts, beaucoup admettent la déduction intégrale, certains allant jusqu'à étendre cette disposition aux résidences secondaires. Du point de vue de l'efficacité économique la faculté de déduire les intérêts versés pour l'investissement dans le logement personnel ne se justifierait que si les revenus procurés par cet investissement (sous forme de plus-values et de valeur locative) étaient imposés. Or, plus-values et valeur locative, si tant est qu'elles soient imposées, ne le sont que légèrement dans la plupart des pays. On a donné au tableau 9 des estimations du « coin fiscal » relatif à l'investissement dans le logement à usage personnel pour certains pays de l'OCDE (les paramètres fiscaux étant ceux de 1985). Le coin fiscal (différence en points entre les taux de rendement avant et après impôt) est important là où la législation fiscale permet de déduire une bonne partie ou même l'intégralité des intérêts versés. Dans ce cas, il augmente fortement avec l'inflation (par exemple, en Suède, au Royaume-Uni et aux États-Unis). Il est difficile de dire jusqu'à quel point ce régime fiscal de faveur profite véritablement aux accédants à la propriété puisqu'il a pour effet

	3				5			
	Taux d'inflation				Taux d'inflation			
	0	5	10	15	0	5	10	15
États-Unis ^a	-0.79	-2.11	-3.43	-4.74	-1.32	-2.64	-3.95	-5.27
États-Unis ^b	-0.45	-1.20	-1.95	-2.70	-0.75	-1.50	-2.25	-3.00
Japon	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
Allemagne	-0.06	-0.11	-0.11	-0.11	-0.15	-0.18	-0.18	-0.18
France	-0.03	-0.09	-0.15	-0.18	-0.10	-0.19	-0.29	-0.29
Royaume-Uni	-0.71	-1.90	-3.10	-4.29	-1.19	-2.38	-3.57	-4.76
Canada	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Australie	-0.13	-0.33	-0.54	-0.75	-0.33	-0.66	-1.00	-1.33
Suède	-0.53	-1.86	-3.19	-4.52	-1.06	-2.39	-3.72	-5.05
« Ponction » sur le portefeuille								
États-Unis ^a	-0.79	-2.11	-3.43	-4.74	-1.32	-2.64	-3.95	-5.27
États-Unis ^b	-0.45	-1.20	-1.95	-2.70	-0.75	-1.50	-2.25	-3.00
Japon	-0.42	-1.12	-1.82	-2.52	-0.70	-1.40	-2.10	-2.80
Allemagne	-0.66	-1.76	-2.86	-3.96	-1.10	-2.20	-3.30	-4.40
France	-0.30	-0.80	-1.30	-1.80	-0.50	-1.00	-1.50	-2.00
Royaume-Uni	-0.90	-2.40	-3.90	-5.40	-1.50	-3.00	-4.50	-6.00
Canada	-0.88	-2.35	-3.82	-5.29	-1.47	-2.94	-4.41	-5.88
Australie	-0.90	-2.40	-3.90	-5.40	-1.50	-3.00	-4.50	-6.00
Suède	-1.59	-4.25	-6.91	-9.57	-2.66	-5.32	-7.97	-10.63

d'accroître la demande et que, de ce fait, l'avantage fiscal peut très bien être intégré dans les prix des maisons et des terrains. Dans la mesure où les allègements fiscaux entraînent ainsi un « surinvestissement » dans le logement, les ressources disponibles pour les investissements productifs se trouvent réduites.

Les contre-incitations à l'épargne. La déductibilité des intérêts des prêts à la consommation favorise évidemment les achats à crédit, encore que cet effet puisse être contrebalancé par une lourde fiscalité indirecte. Parmi les pays de l'OCDE quelques-uns seulement accordent de telles déductions. Toutefois, si – comme c'est parfois le cas – le prêt hypothécaire n'est pas lié à la réalisation effective de la construction ou que, en pratique, il peut être utilisé à d'autres fins, la discrimination à l'encontre de l'épargne financière se trouve aggravée. En effet, en l'absence d'une réglementation, il y a possibilité d'arbitrage à partir du moment où le prêt à la consommation ou le prêt hypothécaire peut servir à acheter des actifs financiers assortis d'avantages fiscaux, l'achat étant ainsi financé en partie par les économies d'impôt. La « générosité » des systèmes fiscaux à l'égard des achats de biens de consommation n'est qu'un des aspects de leur influence sur l'épargne des ménages. On relève néanmoins que les pays ayant un faible taux d'épargne des ménages, comme les États-Unis et les pays nordiques, sont parmi les plus généreux à cet égard.

viii) L'interaction de la libéralisation des marchés financiers et des distorsions fiscales

La possibilité de déduire les intérêts versés du revenu imposable n'est généralement pas une nouveauté dans les systèmes fiscaux. Cependant, la libéralisation des marchés financiers, en supprimant ou en réduisant le rationnement du crédit, a permis aux ménages de tirer plus largement parti des avantages fiscaux liés à l'achat du logement ou de biens de consommation en empruntant plus et plus tôt. L'attrait de ce genre d'emprunts a été encore accru par la suppression dans certains pays d'autres distorsions affectant l'impôt sur le revenu, ce qui a pu avoir pour conséquence ultime de favoriser le surinvestissement en logements. Bien qu'apparemment l'effet initial de la récente libéralisation des marchés financiers se soit traduit en grande partie par une hausse des prix des logements existants, le volume de l'investissement en logements a augmenté de 15 pour cent ou plus en 1988 au Royaume-Uni, en Australie et en Finlande, pays où les interactions que l'on vient d'évoquer sont les plus manifestes. L'accroissement du volume des prêts au logement et la baisse du taux d'épargne des ménages se sont traduits à leur tour par une dégradation de la position extérieure. Ainsi, la libéralisation financière a aggravé les distorsions qui subsistaient et entraîné d'autres déséquilibres dans le système économique. On ne doit pas pour autant en conclure qu'il est nécessaire de rétablir des dispositifs de contrôle et de réglementation, mais plutôt y trouver des raisons pour poursuivre dans la voie des réformes sur un large front et de manière coordonnée.

IV. CONCLUSIONS

La tendance à long terme du niveau de l'épargne et de l'investissement

On a vu que les taux d'épargne et d'investissement nationaux avaient diminué dans la plupart des pays de l'OCDE au cours des deux dernières décennies. Pour une part cette baisse était prévisible étant donné le ralentissement de la croissance de la population et l'achèvement, dans certains pays, de la phase de reconstruction de l'après-guerre. Le potentiel de gains de productivité lié au « rattrapage » technologique s'est réduit. De surcroît, les chocs pétroliers des années 70 et, dans les années 80, le processus de désinflation et le niveau généralement élevé des taux d'intérêt réels ont manifestement porté un coup à la croissance et aux investissements. Il n'en reste pas moins que, dans la mesure où le progrès technique passe par des équipements, il y a peut-être eu un lien entre la baisse générale des taux d'investissement et le ralentissement de la croissance enregistré dans la plupart des pays au cours de cette période.

Écart entre épargne et investissement au niveau national

L'écart entre épargne et investissement – autrement dit, le déficit de la balance courante – n'est soutenable qu'aussi longtemps que le taux de rentabilité des investissements intérieurs est suffisant pour assurer le service de la dette extérieure. La « pénurie » d'épargne de l'économie interne, dans cette optique, ne pose un problème que si la dynamique de la dette extérieure risque de déboucher sur une situation intenable. Jusqu'à présent, la libéralisation et l'internationalisation des marchés financiers ont facilité les mouvements de capitaux nécessaires pour absorber les écarts entre épargne et investissement au niveau national, mais la perpétuation de cette situation suscite des préoccupations en raison de ses répercussions sur les taux d'intérêt et les taux de change.

L'épargne du secteur privé

La baisse du taux d'épargne des ménages dans les années 80 a été particulièrement marquée en Amérique du Nord, au Royaume-Uni, dans les pays nordiques (où l'on a même observé des taux d'épargne nets négatifs), en Australie et en Nouvelle-Zélande, pays qui, pour la plupart, ont plus ou moins libéralisé leurs marchés de capitaux. Dans quelques pays – l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas et la Suisse – le taux d'épargne n'a pas diminué, parfois même il a augmenté. Dans la plupart des cas, la diminution de l'épargne est également liée à la désinflation et à l'accroissement considérable du patrimoine des ménages enregistrés depuis le début des années 80, cette dernière évolution tenant à la fois à la

hausse prolongée des valeurs mobilières (même compte tenu du krach d'octobre 1987) et à la flambée des prix des logements dans certains pays.

Dans un contexte de forte hausse de la valeur des actifs des ménages et de déréglementation financière, on a observé une augmentation du **rapport entre la dette et le revenu dans ce secteur**. Toutefois, la répartition des actifs peut être très différente de celle de la dette, de sorte que l'alourdissement des dettes et des charges d'intérêts de certains ménages pourrait déclencher des difficultés financières générales. Dans la plupart des pays où l'endettement des particuliers a augmenté rapidement, la croissance économique est forte pour l'instant, mais on peut se demander si elle pourra le rester étant donné les tensions inflationnistes et les problèmes de balance des paiements. Il est toutefois évident que, avec une politique monétaire visant à combattre l'inflation, les individus et les entreprises ayant très largement recouru à l'emprunt se trouvent dans une situation plus vulnérable.

L'accroissement du patrimoine des ménages s'explique, entre autres facteurs, par l'augmentation des **bénéfices et de l'épargne des entreprises**. Le taux d'épargne du secteur privé a beaucoup moins diminué que celui des ménages dans les années 80, l'épargne des entreprises ayant marqué une forte reprise ces dernières années, sous l'effet du redressement des bénéfices. Il semble que les intentions des entreprises soient effectivement percées par les ménages, encore qu'on ait observé ces dernières années dans quelques pays un net recul du taux d'épargne de l'ensemble du secteur privé.

L'épargne des administrations publiques et la politique fiscale

La baisse tendancielle du taux d'épargne national entre les années 60 et les années 80 s'explique notamment par la diminution de la part des administrations publiques dans l'épargne nationale. En général, ce mouvement, qui ne s'est que récemment inversé dans certains pays, n'a pas réellement été compensé par un accroissement de l'épargne du secteur privé. Dès lors, le principe de ((l'équivalence de Ricardo» sous sa forme stricte ne semble pas s'être vérifié ; en revanche, il est pratiquement certain qu'il y a eu un important phénomène de compensation là où le déficit du secteur public était assez considérable, ce qui indiquerait l'existence d'un certain effet de seuil.

Les décisions des pouvoirs publics influent de bien des manières sur le niveau et l'affectation de l'épargne et de l'investissement dans une économie. La mise en place de programmes sociaux est de nature à réduire l'épargne que, en d'autres circonstances, le secteur privé affecterait à la couverture de ses besoins futurs en matière de retraite, de santé et d'enseignement. L'application de régimes fiscaux différents aux différentes formes d'épargne ou d'investissement du secteur privé peut entraîner une mauvaise affectation des ressources, une composition sous-optimale du stock de capital et des pertes de bien-être importantes.

Les plus grandes facilités de trésorerie et la réduction des marges d'intérêt sur les prêts à la consommation ou au logement ont pu décourager l'épargne, tandis que, du fait des distorsions du système fiscal, les dépenses supplémentaires se sont peut-être portées sur les postes bénéficiant du traitement fiscal le plus favorable. Il se pourrait que, compte tenu d'une fiscalité qui encourage habituellement l'accession à la propriété, la libéralisation des marchés de capitaux ait favorisé un surinvestissement dans le logement aux dépens des investissements productifs. Cependant, l'existence d'une interaction entre la libéralisation des marchés financiers et les distorsions fiscales ne doit pas servir d'argument pour ralentir ou inverser le mouvement de déréglementation des marchés financiers ; elle doit plutôt inciter à aller de l'avant dans la réforme des systèmes d'imposition.

NOTES

1. La variation de l'amortissement est due à des variations dans la composition du stock de biens capitaux, qui comporte aujourd'hui davantage d'équipements à durée de vie limitée et moins de structures de longue durée; elle n'est pas due à des variations dans la durée de vie de tel ou tel type d'équipement.
2. L'amortissement n'est que l'un des domaines où se posent des problèmes de mesure. D'autres questions importantes, comme l'effet de l'inflation sur le calcul du revenu national et de l'épargne nationale, sont abordées explicitement, dans le cas de l'épargne des ménages, à la section III.C et dans l'annexe III de Dean et al. (1988). En outre, les concepts utilisés pour l'élaboration des comptes nationaux ne sont pas toujours les mêmes pour tous les pays. Pour atténuer certains de ces problèmes et faciliter les comparaisons entre pays, on a retenu dans cette étude les données du Système de Comptabilité Nationale (SCN) qui assurent une meilleure homogénéité. Dans certains pays, toutefois, les chiffres du SCN ne sont connus qu'avec un certain retard, de sorte qu'on a utilisé occasionnellement les données nationales pour illustrer les tendances les plus récentes.
3. D'après la théorie néo-classique de la croissance, le stock de capital devrait augmenter à un rythme qui établisse une égalité entre la productivité marginale du capital et le taux de croissance de l'économie. Mais, dans la pratique, il est difficile, compte tenu des problèmes de mesure, de répondre aux questions concernant l'efficacité dynamique (voir Abel, Mankiw, Summers et Zeckhauser, 1989).
4. Il y a plusieurs façons d'appréhender les tendances de l'investissement mais il ressort de la plupart des mesures que les taux d'investissement dans les pays de l'OCDE ont généralement été plus faibles dans les années 80 que dans les années 60 et 70. Il convient néanmoins de souligner que les mesures traditionnelles de l'investissement n'englobent pas les dépenses de recherche et développement ni les investissements en capital humain (enseignement et formation) qui peuvent influencer de façon cruciale sur la croissance économique. Dans le projet de révision du SCN, les dépenses de R&D sont considérées comme des investissements. Cf. Btades (1989).
5. Ce résultat est généralement confirmé par des études ultérieures, comme indiqué dans l'annexe II de Dean et al. (1989).
6. Les auteurs de cette étude n'ont eu connaissance des résultats de Feldstein et Bacchetta qu'au stade final de la rédaction du présent article. La conclusion fondamentale de leur analyse est « qu'un accroissement de l'épargne intérieure exerce sur le niveau de l'investissement intérieur un effet important, mais toutefois moins marqué qu'il ne l'aurait été dans les années 60 ou 70 ».
7. Alors que, de 1960 à 1973, l'épargne dans la zone de l'OCDE a toujours été supérieure à l'investissement et que l'écart n'a jamais dépassé 1 à 2 pour cent de la formation totale de capital, l'épargne a été généralement plus faible par la suite. Cet écart a accusé

d'amples fluctuations au moment des deux chocs pétroliers. Les entrées de capitaux en provenance du reste du monde financiaient 3 pour cent de la formation totale de capital dans la zone de l'OCDE en 1980. A la suite du deuxième choc pétrolier et de la crise d'endettement des pays en développement, le déséquilibre global entre épargne et investissement ne s'est pas corrigé. En 1987, les entrées de capitaux provenant du reste du monde financiaient encore 4 pour cent de la formation de capital dans la zone.

8. Voir le graphique C de Dean *et al.* (1989) pour les États-Unis, le Japon, l'Allemagne et le Royaume-Uni.
9. Des études récentes montrent que les écarts de taux de rendement corrigés de l'incidence des risques entre actifs libellés dans la même monnaie mais émis dans des pays différents sont éliminés rapidement par les arbitrages, en l'absence d'un strict contrôle des mouvements de capitaux. Les corrélations bilatérales montrent que les taux d'intérêt réels *ex ante* tendent à évoluer parallèlement et qu'ils ont eu nettement tendance à converger du début au milieu des années 80. Voir Cumby et Mishkin (1985) et Obstfeld (1986).
10. Indépendamment des efforts d'assainissement des finances publiques, la privatisation a libéré pendant les années 80, dans un certain nombre de pays, un volume important de ressources, mais cela ne semble pas avoir entraîné de variation de la situation nette du secteur public.
11. Le principe de l'équivalence de Ricardo a été étudié récemment dans Leiderman et Blejer (1988) et Barro (1988).
12. Voir le n° 45 des *Perspectives économiques de l'OCDE*, pp. 18-22.
13. Les taux d'épargne des ménages utilisés ici et dans les paragraphes suivants ont été calculés sur la base du Système de Comptabilité Nationale (SCN). Ils diffèrent parfois des taux calculés suivant les définitions nationales. Dans le cas des États-Unis, par exemple, le SCN ajoute à la définition nationale de l'épargne des particuliers les impôts sur les successions et les donations ainsi que les fonds versés par les employeurs du secteur public aux caisses de retraite des États et des collectivités locales.
14. C'est ainsi que l'amortissement est évalué sur la base du coût d'acquisition au Japon et sur celle du coût de remplacement aux États-Unis. Au Canada, il est calculé sur la base du coût d'acquisition sauf pour le logement, le secteur agricole et le secteur public, où il est calculé sur la base du coût de remplacement.
15. Dans leur annexe III, Dean *et al.* (1989) examinent un certain nombre de ces questions et déterminent différents types d'ajustement qui permettraient d'obtenir des mesures du taux d'épargne des ménages plus cohérentes d'un pays à l'autre. Ils donnent des résultats pour les sept grands pays, la Finlande et la Suède.
16. Le correctif d'inflation est obtenu en multipliant le taux d'inflation courant par le montant, pour la période précédente, du portefeuille d'actifs monétaires nets du secteur des ménages. On a inclus dans ces actifs monétaires nets le portefeuille d'obligations. Hill (1984) indique en effet que « si le prix des obligations à long terme peut varier sensiblement au cours d'une période comptable donnée, à long terme elles partagent les caractéristiques des actifs monétaires, dont la valeur réelle s'amenuise continuellement du fait de l'inflation ». Cf. également Hibbert (1983) et Cukierman et Mortensen (1983). On a retenu comme indicateur de l'inflation les variations de l'indice implicite des prix de la consommation privée.
17. La notion de revenu qu'on associe généralement à la décision d'épargner dans la théorie économique est celle du revenu « économique » ou « hicksien », qui est défini comme « la valeur maximum qu'une personne peut consommer pendant une période donnée tout en

pouvant escompter se retrouver à la fin de cette période dans la même situation matérielle qu'au début» (Hicks, 1946). Cf. aussi Hill (1984).

18. On trouvera une étude des déterminants de l'épargne dans Sturm (1983).
19. Ces effets sociaux et démographiques sur le taux d'épargne des ménages ont été étudiés pour le Japon par Hayashi (1986), Horioka (1986) et Kawasaki (1990). par exemple, et par Kaufmann (1988) pour l'Allemagne et les États-Unis.
20. L'étude de Tullio et Contesso couvrait la Belgique, la France, l'Allemagne, le Japon, la Suède, le Royaume-Uni, l'Italie et les États-Unis.
21. Dans le modèle INTERLINK de l'OCDE, la fonction de consommation relative aux sept grands pays, à l'exception des États-Unis (voir la note suivante), inclut le taux d'inflation parmi les variables explicatives. Le terme représentatif de l'inflation rend compte à la fois des effets de patrimoine induits par l'inflation et de l'effet du correctif d'inflation examiné précédemment. La semi-élasticité du taux d'épargne des ménages par rapport à une augmentation de 1 point du taux d'inflation varie de 0.11 pour la France à 0.45 au Japon et en Allemagne. Voir Richardson (1987).
22. De très nombreux travaux ont été consacrés aux effets de richesse sur l'épargne et la consommation des ménages. Cf., par exemple, Simes et Horn (1986) et Holtham et Kato (1986). Nombre d'études empiriques incluent le patrimoine net des ménages parmi les déterminants de l'épargne et beaucoup de modèles nationaux font maintenant figurer une variable représentative du patrimoine dans leurs équations de consommation privée. Dans le modèle INTERLINK de l'OCDE, la variable représentant la richesse dans la fonction de consommation pour les États-Unis a une élasticité de 0.05.
23. Une étude récente de la Banque de France montre que, après introduction d'une variable représentative du crédit, une fonction de consommation classique rend mieux compte de l'évolution observée ces dernières années (Banque de France, 1988).
24. Dans les années précédant l'achat d'une maison, par exemple, les ménages épargnent pour constituer un apport personnel. En revanche, dans les années qui suivent immédiatement l'achat, les versements d'intérêts, qui viennent en déduction du revenu disponible, sont normalement beaucoup plus élevés que les remboursements du principal (qui sont considérés comme de l'épargne), de sorte que l'épargne sera probablement faible. L'évaluation des effets sur le taux d'épargne se complique cependant du fait que le revenu disponible diminue à cause des charges d'intérêts mais augmente parce que la valeur locative du logement est englobée dans le revenu. Le revenu ainsi imputé est aussi traité comme une consommation, venant en remplacement du loyer qui était considéré comme une consommation avant l'acquisition du logement. Pour que le taux d'épargne augmente, il faudrait que la consommation diminue dans une proportion plus forte que l'épargne, ce qui est peu probable étant donné la façon dont sont traités les versements d'intérêts et la valeur locative.
25. Cf. tableau 4 dans Hagemann *et al.* (1987), où sont donnés en résumé les résultats d'une simulation de changements introduits dans la fiscalité, mais aussi Kotlikoff (1984) et Borges (1986).
26. La possibilité de déduire les intérêts hypothécaires est, dans la plupart des pays, le plus coûteux des allègements accordés au titre des impôts sur la consommation. La situation aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, en Finlande, en Norvège et en Suède – autant de pays où les allègements fiscaux introduisent une nette distorsion dans le marché du logement – est exposée de façon plus détaillée dans la note 32 de Dean *et al.* (1989).

BIBLIOGRAPHIE

- Abel, A., G. Mankiw, L. Summers et R. Zeckhauser (1989), « Assessing dynamic efficiency : theory and evidence », *Review of Economic Studies*, Vol. 56, pp. 1-20.
- Ando, A. et F. Modigliani (1963), « The life cycle hypothesis of saving : aggregate implications and tests », *American Economic Review*, Vol. 53 (mars), pp. 55-84.
- Aschauer, D. (1988), « Is public expenditure productive? », *Federal Reserve Bank of Chicago*, Vol. 88, n° 7.
- Auerbach, A.J. et L. Kotlikoff (1987), *Dynamic Fiscal Policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Auerbach, A.J. et L. Kotlikoff (1983). « National savings, economic welfare and the structure of taxation » dans M.S. Feldstein (dir. publ.), *Behavioural Simulation Methods in Tax Policy Analysis*, Chicago University Press.
- Avery, R.B., G.E. Elliehausen et A.B. Kennickell (1987), « Changes in consumer instalment debt : evidence from the 1983 and 1986 surveys of consumer finance », *Federal Reserve Bulletin* (octobre).
- Banque de France (1988). « Analyse économétrique de l'influence des crédits de trésorerie aux particuliers sur la consommation des ménages », ronéo, 3 mai.
- Barnes, R.O. et R. Gillingham (1984). « Demographic effects in demand analysis : estimation of the quadratic expenditure system using micro data », *Review of Economics and Statistics*, Vol. 66, n° 4 (novembre), pp. 598-601.
- Barro, R. (1978), *The Impact of Social Security on Private Saving*, American Enterprise Institute, Washington.
- Barro, R. (1988), « The Ricardian approach to budget deficits », *NBER Working Paper*, n° 2685 (août).
- Beach, C., R. Boadway et N. Bruce (1986), « La fiscalité et l'épargne au Canada », étude rédigée pour le Conseil économique du Canada.
- Bentzel, R. et L. Berg (1983). « The role of demographic factors as a determinant of saving », dans R. Hemmings (dir. publ.), *National Saving and Wealth*, McMillan, Londres.
- Blades, D. (1983), « Mesures possibles de l'épargne », *Études spéciales de l'OCDE* (juin) pp. 74-94.
- Blades, D. (1989). « Révision du système de comptabilité nationale », *Revue économique de l'OCDE*, n° 12 (printemps), pp. 235-251.
- Borges, A. (1986), « Les modèles appliqués d'équilibre général : une évaluation de leur utilité pour l'analyse des politiques économiques », *Revue économique de l'OCDE*, n° 7 (automne), pp. 7-48.

- Boskin, M. (1978), ((Taxation, saving and the rate of interest», *Journal of Political Economy*, Vol. 86 (avril), pp. S3-S27.
- Boskin, M. (1988), « Issues in the measurement and interpretation of saving and wealth», NBER Working Paper, n° 2633 (juin).
- Boskin, M., L. Kotlikoff et M. Knetter (1985), ((Changes in the age distribution of income in the United States)), NBER Working Paper, n° 1766.
- Boskin, M. et L. Lau (1978). « An analysis of postwar U.S. consumption and saving behaviour», ronéo, Stanford University, cité dans Boskin (1988).
- Brugiavini, A. (1987), « Empirical evidence on wealth accumulation and the effects of pension wealth : an application to Italian cross-section data», ronéo.
- Calverley, J. et T. Datta (1988), « The U.K. consumer : savings, debt and the housing market», *AMEX Bank Review*, n° 15 (septembre).
- Canner, G.B., J. Fergus et L. Luckett (1988), «Home equity lines of credit », *Federal Reserve Bulletin* (juin), pp. 361-73.
- Carroll, C. et L. Summers (1987), «Why have private savings rates in the United States and Canada diverged?», *Journal of Monetary Economics*, (20), pp. 249-79.
- Christine, M. (1988). ((L'endettement des ménages», *Revue Banque*, n° 489 (décembre).
- Cukierman, A. et J. Mortensen (1983), « Monetary assets and inflation-induced distortions of the national accounts – conceptual issues and correction of sectoral income flows in 5 EEC countries», *EEC Economic Papers* (juin).
- Cumby, R. et F. Mishkin (1985). « The international linkage of real interest rates : the European-U.S. connection», *Journal of International Money and Finance*, 4.
- David, A. et J. Scadding (1974), «Private savings : ultrarationality, aggregation and Denison's law», *Journal of Political Economy*, Vol. 82, (mars-avril), pp. 225-49.
- Dean, A., M. Durand, J. Fallon et P. Hoeller (1989), « Saving trends and behaviour in OECD countries», Documents de travail du Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE, n° 67 (juin).
- Denison, E.F. (1958), « A note on private saving», *Review of Economics and Statistics*, n° 40 (août), pp. 261-267.
- Dicks, M.J. (1988). «The interest elasticity of consumer's expenditure», *Bank of England Working Paper*, n° 20 (décembre).
- Feldstein, M. et P. Bachetta (1989). « National saving and international investment», NBER Working Paper, n° 3164 (novembre).
- Feldstein, M. et C. Horioka (1980), «Domestic saving and international capital flows», *The Economic Journal*, 90 (juin).
- Feldstein, M. et A. Pellochio (1978), « Social security and household wealth accumulation : new microeconomic evidence», *The Review of Economics and Statistics*, pp. 361-68.
- Fukao, M. et M. Hanazaki (1987), ((L'internationalisation des marchés de capitaux et la répartition du capital », *Revue économique de l'OCDE* n° 8 (printemps), pp. 36-92.
- Gabriel, S.A. (1987), « Housing and mortgage markets : the post 1982 expansion», *Federal Reserve Bulletin* (décembre), pp. 893-903.
- Goulder, L. et B. Eichengreen (1988). « Saving promotion, investment promotion and international competitiveness», NBER Working Paper, n° 2635 (juin).

- Graham, J.W. (1987), ((International differences in saving rates and the life cycle hypothesis», *European Economic Review*, n° 31, pp. 1509-29.
- Hagemann, R., B. Jones et B. Montador (1987), ((Taxation reform in OECD countries : economic rationale and consequences», *Documents de travail du Département des affaires économiques et Statistiques de l'OCDE*, n° 40 (août).
- Hagemann, R. et G. Nicoletti (1989), «Ageing populations : economic effects and implications for public finance», *Documents de travail du Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE*, n° 61 (janvier).
- Hall, R.E. (1985). ((Real interest and consumption», *NBER Working Paper*, n° 1694 (août).
- Hayashi, F. (1986), «Why is Japan's saving rate so apparently high?» dans S. Fisher (dir. publ.), *NBER Macroeconomics Annual 1986*, MIT Press, pp. 147-234.
- Haydu, G. (1987). «Inflation adjustments to the national income and expenditure accounts», *Revue statistique du Canada* (août).
- Heller, P. (1988), «Ageing, savings, pensions in the G7 countries : 1980-2025», *IMF Working Paper* (janvier).
- Hibbert, J. (1983), *La mesure des effets de l'inflation sur le revenu, l'épargne et le patrimoine*, OCDE et OSCE, Paris.
- Hicks, J.R. (1946). *Value and Capital*, Clarendon Press, Oxford, 2nde édition.
- Hill, T.P. (1984), «Inflation, plus-values et épargne», *Revue économique de l'OCDE*, n° 2 (printemps), pp. 169-183.
- Hill, T.P. (1988), «The concept of income and the distinction between current and capital items», OCDE, ronéo.
- Holtham, G.H. et H. Kato (1986). «Wealth and inflation effects in the aggregate consumption function», *Documents de travail du Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE*, n° 35 (juillet).
- Horioka, C.Y. (1986). «Why is Japan's private saving rate so high», FMI, ronéo.
- Jump, G.V. (1980), «Interest rates, inflation expectations and spurious elements in measured real income and saving», *American Economic Review*, Vol. 70, n° 4, pp. 990-1004.
- Kaskela, E. et M. Viren (1983). ((Social security and household saving in an international cross section», *American Economic Review* (mars), pp. 212-217.
- Kauffmann, B. (1988), «Zum Sparverhalten der privaten Haushalte in der Bundesrepublik Deutschland und in den Vereiigten Staaten», *Die Weltwirtschaft*, 2, 53-62.
- Kawasaki, K. (1990). «The saving behaviour of Japanese households», *Documents de travail du Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE*, n° 73 (janvier).
- Kessler, D. (1989), «L'endettement des français» in *Le Monde* (10 janvier).
- Kotlikoff, L.J. (1984), ((Taxation and savings : a neoclassical perspective», *Journal of Economic Literature*, Vol. XXII, n° 4 (décembre), pp. 1576-1629.
- Kotlikoff, L.J. (1988), «Intergenerational transfers and saving», *Journal of Economic Perspectives*, n° 2 (printemps), pp. 41-58.
- Leiderman, L. et M. Blejer (1988). «Modelling and testing Ricardian equivalence : a survey», *IMF Staff Papers* 35(1), pp. 1-35.
- Leimer, D.C. et S. Lesnoy (1982), ((Social security and private saving : new time series evidence», *Journal of Political Economy*, Vol. 90, n° 3, pp. 606-629.

- Lichtenberg, F.R. et D. Siegel (1987), « Productivity and changes in ownership of manufacturing plants », *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 3.
- Maddison, A. (1987), « Growth and slowdown in advanced capitalist economies : techniques of quantitative assessment », *Journal of Economic Literature* (juin), pp. 649-98.
- Modigliani, F. (1986), « Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations », *American Economic Review*, Vol. 76, n° 3 (juin), pp. 297-313.
- Muellbauer, J. et A. Murphy (1988), « U.K. house prices and migration : economic and investment implications », Shearson Lehman Hutton Securities, Londres (novembre).
- Musgrove, P. (1982), *U.S. Household Consumption, Income and Demographic Changes; 1975-2025*, Washington.
- Nicoletti, G. (1988). ((Consommation privée, inflation et l'hypothèse de neutralité de la dette publique : une étude comparative)), *Revue économique de l'OCDE*, n° 11 (automne), pp. 49-98.
- Obstfeld, M. (1986). « Capital mobility in the world economy : theory and measurement », Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, supplément au *Journal of Monetary Economics*, 24, pp. 55-104.
- OCDE (1988). *La réforme des régimes publics de pensions*.
- Poterba, J. (1987), « Tax policy and corporate saving », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 455-503.
- Richardson, P. (1987), « Recent developments in OECD's international macroeconomic model », *Documents de travail du Département des affaires économiques et statistiques de l'OCDE*, n° 46 (juin).
- Saunders, M. (1988). « The coming decline in personal borrowing », Greenwell Montagu Gilt Edged.
- Schultze, C.L. (1988), « Setting long-run deficit reduction targets : the economics and politics of budget decision », communication présentée lors d'une réunion de la National Academy of Social Insurance, Washington, (décembre).
- Shibuya, H. (1987), « Japan's household savings rate : an application of the life cycle hypothesis », *IMF Working Paper* n° 87/15 (mars).
- Shields, J. (1988). « Controlling household credit », *National Institute Economic Review* (août), pp. 46-55.
- Simes, R.M. et P.M. Horn (1986), « Wealth, inflation and the consumption function », communication présentée à la 15^e Conference of Economists, Monash University.
- Stiglitz, J. et A. Weiss (1981), « Credit rationing in markets with imperfect competition », *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 393-411.
- Sturm, P. (1983). « Les déterminants de l'épargne : théorie et études empiriques », *Revue économique de l'OCDE*, n° 1 (automne), pp. 161-216.
- Summers, L. et C. Carroll (1987), « Why is U.S. national saving so low », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 607-642.
- Taylor, L.O. (1971), « Saving out of different types of income », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 383-407.
- Tullio, G. et F. Contesso (1986), « Do after-tax interest rates affect private consumption and saving? Empirical evidence for eight industrialised countries : 1970-83 », Commission des Communautés européennes, Discussion Paper n° 51.

