

Les cigales épargnent-elles ?

Une comparaison des taux d'épargne français et américain

Hélène Baudchon et Valérie Chauvin

Département analyse et prévision

L'évolution et le niveau du taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis et en France préoccupent les économistes pour des raisons opposées. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le taux américain a nettement chuté, passant d'un niveau proche de 6 % à presque 0 % au troisième trimestre 1998. Au contraire, le taux français n'a cessé de progresser tout au long de la deuxième moitié des années quatre-vingt, avant de se stabiliser à partir de 1992. Ces évolutions se justifient en partie par les cycles d'activité de chaque pays, mais l'ampleur et la durabilité restent à expliquer. En préalable à la question de la soutenabilité de ces mouvements se pose la question de la significativité des chiffres. Pour y répondre, une comparaison des deux taux d'épargne est nécessaire, comparaison qui nécessite bien des ajustements des définitions du revenu, de la consommation et de l'épargne. Le premier de ces ajustements conduit à considérer une mesure brute de l'épargne, conforme à la comptabilité nationale française. Toute une série de modifications sont ensuite effectuées visant à montrer dans quelle mesure la mauvaise prise en compte de certaines spécificités institutionnelles par les normes comptables influent sur le taux d'épargne. Les résultats de ces modifications ne permettent pas de gommer toute la différence de niveau entre le taux d'épargne français et le taux américain : ce dernier reste inférieur au taux français. Face à ce constat, une toute autre approche de l'épargne peut être retenue, motivée également par la révision des comptes nationaux américains de l'été 1998 : celle de la variation du patrimoine réel. Elle inclut les flux de placements (investissement logement et capacité de financement) présents dans la comptabilité nationale, mais aussi les plus-values et l'impact de l'érosion monétaire sur les actifs financiers. Le taux d'épargne américain apparaît ainsi sous un tout autre jour : en forte progression depuis quatre ans, il atteint 52 % en 1997 (contre 30 % en France).

L'évolution et le niveau du taux d'épargne des ménages aux Etats-Unis et en France préoccupent les économistes pour des raisons opposées. Le taux américain mesuré par les *National Income and Product Accounts* (NIPA) a approché zéro au troisième trimestre 1998¹, à la suite d'une chute spectaculaire depuis 1992. Au contraire, le taux français est fortement remonté au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix. Ces évolutions s'expliquent en partie par la position de chaque pays dans son cycle d'activité. L'ampleur et la durabilité des mouvements surprennent néanmoins et posent la question de leur soutenabilité. Dans le cas américain, le financement de l'investissement pourrait être, à terme, sérieusement compromis ; dans le cas français, on peut craindre que la demande ne suffise pas à soutenir la croissance. Mais quelle est la significativité de ces chiffres ? Avant de conclure, il faut pouvoir comparer ces deux taux d'épargne, ce qui nécessite de nombreux ajustements pour harmoniser les définitions du revenu, de la consommation et de l'épargne.

Dans un premier temps, nous considérons le revenu disponible des ménages tel qu'il est défini en comptabilité nationale. Il représente alors la part, reçue par les ménages, du revenu global généré par la production et comprend les revenus d'activité (salaires, excédent brut d'exploitation, intérêts et dividendes) et les transferts nets de redistribution (prestations, impôts sur le revenu, cotisations). En revanche, il ne comprend pas les plus-values réalisées sur le patrimoine, qui font partie des comptes financiers. Les plus-values d'une part et les intérêts et dividendes d'autre part, bien que participant au rendement des actifs tous deux, ne sont donc pas traités de la même façon. La consommation regroupe, elle, les dépenses en biens ou services destinées à la satisfaction des besoins. L'épargne est le solde entre le revenu disponible et la consommation, et le taux d'épargne la fraction non consommée du revenu disponible. Pour comparer les taux d'épargne ainsi définis, il est nécessaire d'harmoniser les pratiques comptables. Dans cette étude, nous avons choisi de rapprocher la comptabilité américaine de son homologue française. Ceci aboutit à un taux d'épargne de presque 7 % en 1997, ce qui est significativement plus élevé que la mesure NIPA à 2 %.

Dans un deuxième temps, nous essayons de voir dans quelle mesure certaines normes comptables et certaines spécificités institutionnelles influent sur le taux d'épargne. Ces normes amènent par exemple à considérer les biens durables comme de la consommation et non comme de l'investissement² ; certaines dépenses publiques de santé et d'éduca-

1. Le taux d'épargne en septembre et en octobre 1998 est même légèrement négatif, pour la première fois depuis 40 ans.

2. Ceci n'est vrai que pour les ménages : pour les autres secteurs institutionnels (y compris les entrepreneurs individuels), les biens durables sont considérés comme de la FBCF (Formation Brute de Capital Fixe) puisqu'ils rentrent dans le processus de production pour plus de 1 an.

tion sont classées en consommation publique et ne sont pas affectées aux ménages. Il est important de mesurer l'importance des biais introduits par ces décisions. Les divergences institutionnelles entre deux pays induisent également des différences de niveau de taux d'épargne qu'il est possible de gommer en modifiant certains principes de comptabilisation. La répartition entre fiscalité directe et indirecte n'est en effet pas neutre, tout comme la proportion d'entrepreneurs individuels ou encore la prépondérance d'un système de retraite par répartition ou par capitalisation.

Il faut, dans un troisième temps, revenir sur les problèmes d'ordre pratique et théorique que pose la mesure du revenu au sens de la comptabilité nationale. Certains transferts financiers entre agents, tels que les versements des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ou les intérêts garantis pour l'assurance-vie, peuvent provenir de purs revenus financiers (intérêts liés aux titres, dividendes des actions, loyers des immeubles) mais aussi de plus-values. La révision des comptes nationaux américains de l'été 1998 illustre l'importance que peuvent prendre ces plus-values comme ressource, et les biais que cela introduit (selon les comptables américains) dans la mesure de l'épargne des ménages et des entreprises. Partant de cette révision, il nous est apparu intéressant de reconsidérer la définition du taux d'épargne en l'élargissant au lieu de la rétrécir encore. A la différence de la comptabilité nationale qui ne considère que la répartition du revenu tiré de la production générée par l'ensemble du pays pendant la période, l'épargne peut être mesurée comme la variation du pouvoir d'achat du patrimoine, incluant les flux de placements (investissement logement et capacité de financement) présents dans la mesure de comptabilité nationale, mais aussi les plus-values et l'impact de l'érosion monétaire sur les actifs financiers. On se rapproche alors des notions de revenu et donc d'épargne définies par Hicks. Dans cette optique, les différences de patrimoine et de valorisation du prix des actifs éclairent le comportement récent des ménages de l'autre côté de l'Atlantique.

Harmonisation du taux d'épargne américain sur le taux d'épargne français

Les ménages se caractérisent, comme le secteur « reste du monde », par le fait qu'ils n'ont pas une comptabilité propre. Aussi, les comptes nationaux sont-ils amenés à construire leur compte à partir des données des autres agents. Ceci pose des problèmes de cohérence et aboutit à ce qu'un certain nombre d'erreurs de mesure se retrouvent dans ce compte. Ces erreurs sont encore amplifiées dans le cas de l'épargne par le fait que celle-ci est un solde entre le revenu et la consommation. Aussi, la

différence entre les taux d'épargne de deux pays ne devient significative qu'au delà de 2 à 3 points (Blades, 1983).

Aux Etats-Unis, le revenu disponible (*personal disposable income*) au sens des NIPA n'est pas tout à fait similaire à celui de la comptabilité nationale française. Le versement des intérêts des crédits de trésorerie et les transferts au reste du monde ne font pas partie des emplois du compte de revenu mais sont incorporés dans les dépenses (*personal outlays*) des ménages (tableau 1). Afin de se rapprocher du système comptable français, nous les avons réintégrés dans le calcul du revenu disponible. Par ailleurs, le revenu présenté par les NIPA est net de la consommation de capital fixe des ménages. Compte tenu des disparités d'évaluation de celle-ci entre les pays, nous avons choisi de comparer les taux d'épargne par rapport à un revenu disponible brut (encadré 1 et graphique 1).

1. Comparaison du compte des ménages selon les NIPA et l'INSEE

Compte NIPA des ménages		Compte INSEE des ménages	
Compte de revenu		Compte de revenu	
Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Cotisations sociales*	Rémunération totale*	Cotisations sociales*	Rémunération totale*
	EBE** moins consommation de capital fixe moins intérêts non liés aux crédits de trésorerie	Intérêts totaux	EBE**
Impôts directs	Revenus financiers Prestations sociales dont retraite	Impôts directs Transferts au reste du monde	Revenus financiers Prestations sociales dont retraite
Revenu disponible net		Revenu disponible brut	
Compte d'utilisation du revenu		Compte d'utilisation du revenu	
Consommation	Revenu disponible net	Consommation	Revenu disponible brut
Intérêts sur les crédits de trésorerie Transferts au reste du monde			
Epargne nette		Epargne brute	

* La rémunération totale est égale à la somme de la masse salariale brute et des cotisations des employeurs ; les cotisations sociales sont la somme des cotisations des salariés et des employeurs.

** Excédent Brut d'Exploitation : revenu des entrepreneurs individuels et des propriétaires de logement qui produisent soit pour leur propre compte (quand ils sont occupants), soit pour autrui (quand ils sont bailleurs).

1. Taux d'épargne brut ou net : quelle est la meilleure mesure ?

Parmi les questions préliminaires à tout travail sur le taux d'épargne des ménages, sa mesure doit-elle inclure ou non la consommation de capital fixe liée aux activités des entrepreneurs individuels et à la détention d'un logement ¹ ? L'intégration ou l'exclusion de la consommation de capital liée aux activités des entrepreneurs individuels est problématique dans la mesure où ces activités sont difficilement dissociables de celles d'un ménage. L'ensemble du revenu brut des entrepreneurs individuels est ainsi inclus dans le revenu des ménages. Pourtant, une partie de ce revenu servira au financement des investissements des entrepreneurs individuels et non à la consommation des ménages. D'où le choix par certains comptes nationaux (dont ceux des Etats-Unis) d'utiliser un revenu net de la consommation de capital fixe. Selon le Système de Comptabilité Nationale (SCN) établi par l'ONU en 1968 ², le revenu des entreprises individuelles est toujours calculé après déduction de la consommation de capital fixe, de sorte que l'épargne, elle aussi, est toujours nette de cette consommation. L'intérêt principal d'un ratio net est que son évolution est plus facilement interprétable parce que son niveau a une signification économique plus claire que celle du ratio brut. Le niveau d'un taux d'épargne brut peut être trompeur s'il masque par exemple un taux d'épargne net négatif, c'est-à-dire que l'épargne dégagée ne suffit pas à couvrir la seule consommation de capital fixe.

Pourtant, le calcul de cette consommation de capital fixe se heurte à de nombreuses difficultés surtout dans une optique de comparaison internationale qui implique d'harmoniser arbitrairement un certain nombre d'hypothèses elles-mêmes déjà arbitraires (sur la durée de vie des équipements et des bâtiments, notamment). Par exemple, la part de consommation de capital fixe dans l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels aux Etats-Unis est très supérieure (d'une dizaine de points) à celle de la France. Les statistiques portant sur l'épargne nette sont de ce fait moins fiables, d'où l'utilisation généralisée des mesures brutes.

1. On appelle consommation de capital fixe (ou amortissement économique) la fraction de la valeur des biens d'équipement qui est détruite au cours de l'année du fait de leur usure et de leur obsolescence. Une partie de la valeur des biens et services produits dans l'année doit être affectée au financement de cette consommation de capital fixe pour maintenir à l'identique l'appareil productif. C'est ce qu'indique l'emploi du terme « brut » dans les expressions « Produit intérieur brut », « Valeur ajoutée brute », « Formation brute de capital fixe ». Quand on soustrait la consommation de capital fixe de ces grandeurs, leur valeur est alors dite « nette ».

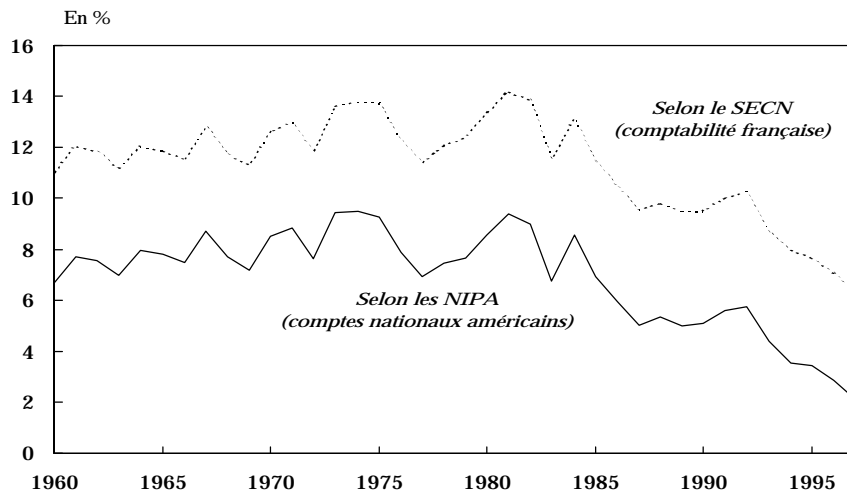
2. Il est utilisé par l'OCDE et d'autres organisations internationales pour l'établissement de comptes nationaux normalisés.

Pour être exhaustif, il faut mentionner ici deux autres caractéristiques nationales. Les Etats-Unis ne séparent pas le compte des administrations privées ³ de celui des ménages. Cependant en France, où la distinction est faite, le changement introduit par l'amalgame des deux secteurs ne

3. Organismes privés qui produisent essentiellement des services non marchands destinés à des groupes particuliers de ménages et/ou à produire sans but lucratif des services marchands réservés aux ménages.

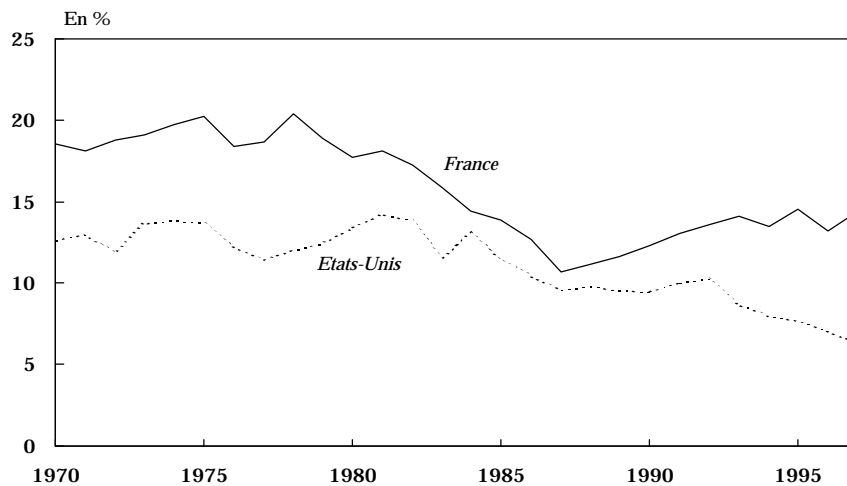
modifie le taux d'épargne que de 0,1 à 0,3 point. Par ailleurs, en France, les transferts en capitaux (impôts et subventions sur les transactions principalement) sont comptabilisés dans le compte de capital, et ne sont pas intégrés dans le calcul du revenu, contrairement aux Etats-Unis. Cette différence représente moins de 0,2 % du revenu. Les deux harmonisations proposées ci-dessus aboutissent donc à des variations qui sont négligeables. Aussi, nous les écarterons dans la suite. Toutes les modifications proposées partiront du revenu disponible brut tel que défini plus haut.

1. Taux d'épargne des ménages américains



Sources : BEA, comptes nationaux ; calculs OFCE.

2. Taux d'épargne brut conforme au Système européen de comptabilité nationale

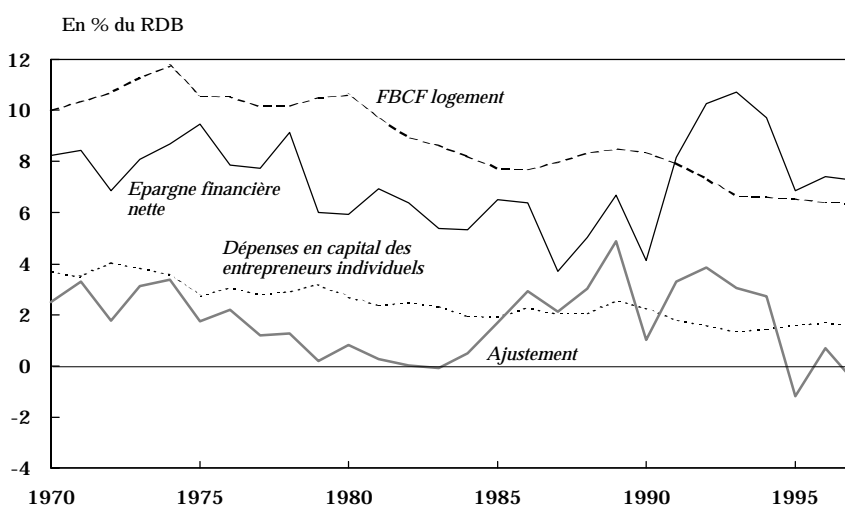


Sources : BEA, comptes nationaux ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

L'harmonisation du taux américain sur le taux français a pour conséquence d'augmenter le revenu et l'épargne sans changer la consommation aux Etats-Unis. On aboutit alors à un taux d'épargne supérieur de 4 à 5 points, selon les années, à celui donné par les NIPA. Le niveau obtenu se rapproche donc du niveau du taux français sans toutefois l'atteindre (graphique 2). Le profil général des courbes n'est pas modifié par la correction indiquant qu'il n'y a pas de dérive particulière du taux d'épargne liée à la consommation de capital fixe. L'harmonisation met en évidence, sur des bases comparables, les différences de niveau et de profil entre les deux mesures, surtout sur les dix dernières années.

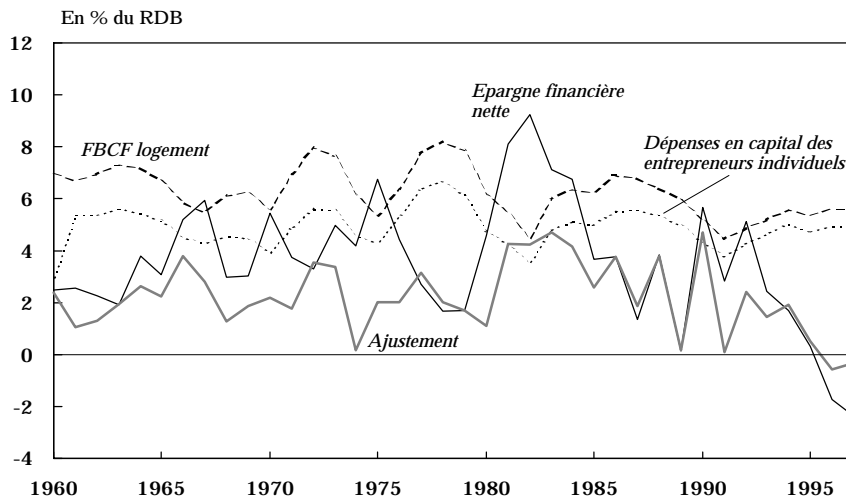
La décomposition de l'épargne brute des ménages entre épargne financière, épargne en logement et dépenses des entrepreneurs individuels appelle quelques remarques (graphiques 3 et 4). Tout d'abord, le niveau du taux américain est bas car à la fois l'épargne logement et l'épargne financière représentent une part plus faible du revenu outre-Atlantique. La déconnexion entre les taux américain et français sur la dernière période a été induite par la baisse du taux d'épargne financière américain et la hausse de son homologue français. Cependant, l'observation du poste d'ajustement montre que les comptes réels et les comptes financiers n'ont pas toujours une évolution parallèle. Nous allons donc par la suite chercher à tester la robustesse de la déconnexion entre les courbes françaises et américaines en réalisant différentes modifications des principes de comptabilisation.

3. Flux du compte de capital en France



Epargne issue du compte réel = FBCF logement + dépenses en capital des entrepreneurs individuels + épargne financière nette - ajustement.
Sources : INSEE, TOF et comptes nationaux ; calculs OFCE.

4. Flux du compte de capital aux Etats-Unis



Epargne issue du compte réel = FBCF logement + dépenses en capital des entrepreneurs individuels + épargne financière nette - ajustement.

Sources : Federal Reserve, *Flow of Funds* ; BEA, comptes nationaux ; calculs OFCE.

Modifications de certains principes de comptabilisation

Le problème de la comparabilité des niveaux de taux d'épargne entre pays a été abordé par de nombreux auteurs au début des années quatre-vingt⁴. Ils tentaient de répondre à deux questions. Les disparités de niveau observées n'étaient-elles dues qu'à des particularités institutionnelles mal prises en compte par le SCN ou bien découlaient-elles plus fondamentalement de différences de comportement ? La baisse du taux d'épargne des ménages observée dans les années quatre-vingt était-elle réelle ou provenait-elle d'un artefact statistique ? L'actualisation de cette question aux données des années quatre-vingt-dix devrait permettre de vérifier si la baisse du taux d'épargne américain et la hausse du taux français sont effectives, et de mesurer l'ampleur de la disparité entre les niveaux atteints dans les deux pays. Afin de déterminer quelle est la part de l'artefact statistique et la part du comportement réel de consommation, certaines modifications des principes de la comptabilité nationale doivent être effectuées. Elles ont pour but d'harmoniser le taux d'épargne des ménages de façon à ce que les différences d'organisation économique interfèrent moins avec la mesure du taux d'épargne.

4. Dans un travail fondateur, Blades (1983) avait réalisé une étude chiffrée portant sur les Etats-Unis, le Canada, le Japon, l'Australie, la Finlande, la France, l'Allemagne, l'Italie, la Suède et le Royaume-Uni. D'autres articles ont suivi, tels que Boskin (1988), Hendershott ; Peek (1987) ou encore Galibert ; Le Dem (1989).

Comptabilisation de la consommation de biens durables comme investissement

L'achat de biens durables est une opération à la limite entre la consommation et l'investissement. A partir de quelle durée d'utilisation des biens les classe-t-on dans l'investissement ? Selon les principes de comptabilité nationale, l'achat d'un véhicule est considéré comme de la consommation s'il est réalisé par les ménages au sens strict et comme de l'investissement s'il est réalisé par les entrepreneurs individuels. Ainsi, les comptes financiers américains (*Flow of Funds*) considèrent l'acquisition de biens durables comme de l'investissement et procurent une estimation de la valeur du stock de biens durables détenu par les ménages. Ici, nous avons suivi le même type de démarche que pour les opérations concernant le logement. Le revenu des ménages est augmenté de la production de services liée aux biens durables, la consommation des ménages est diminuée des achats de biens durables mais prend en compte les services rendus par l'utilisation de ces mêmes biens (tableau 2).

Nous avons considéré que l'excédent net dégagé par la production de services de biens durables était nul : la production brute est donc égale à la consommation de capital fixe, elle ne couvre que les frais de maintien en l'état du stock de biens durables. La production brute est ensuite utilisée pour le calcul de la consommation des services des biens durables, qui est égale à la production hors les consommations intermédiaires (réparations et entretien). Dans notre analyse, nous avons évalué la consommation de capital fixe en France par un lissage exponentiel des achats de biens durables⁵, cette formule étant proche de la série américaine de consommation de capital fixe publiée par les *Flow of Funds*.

Les ménages américains consacrant à l'achat de biens durables une part de leur revenu beaucoup plus importante que leurs homologues français, comptabiliser ces dépenses en épargne tend à augmenter la mesure du taux d'épargne beaucoup plus nettement outre-Atlantique et contribue à un rapprochement entre les deux pays (graphique 5). Le taux d'épargne américain est en effet augmenté d'une douzaine de points contre la moitié à peu près pour le taux français. Le profil du taux d'épargne est modifié de façon anti-cyclique, notamment aux Etats-Unis du fait même du caractère particulièrement cyclique de cette consommation outre-Atlantique, mais la correction reste stable en moyenne (graphique 6). Cependant, sur la dernière période, la correction en France devient plus faible, du fait de la succession d'années de faible croissance économique alors que les Etats-Unis connaissent un cycle un peu plus marqué. L'écart entre les deux pays se trouve donc légèrement diminué. Pour les Etats-Unis, cela signifie, comme Blades l'avait souligné, que la baisse du taux initial « reflète un transfert de revenu en faveur des achats de biens durables et au détriment de l'épargne financière ».

5. $CCF(t) = 0,49 * \text{achats lissés sur 4 ans} + 0,46 * CCF(t-1)$.

**2. Comptabilisation de la consommation de biens durables
comme investissement**

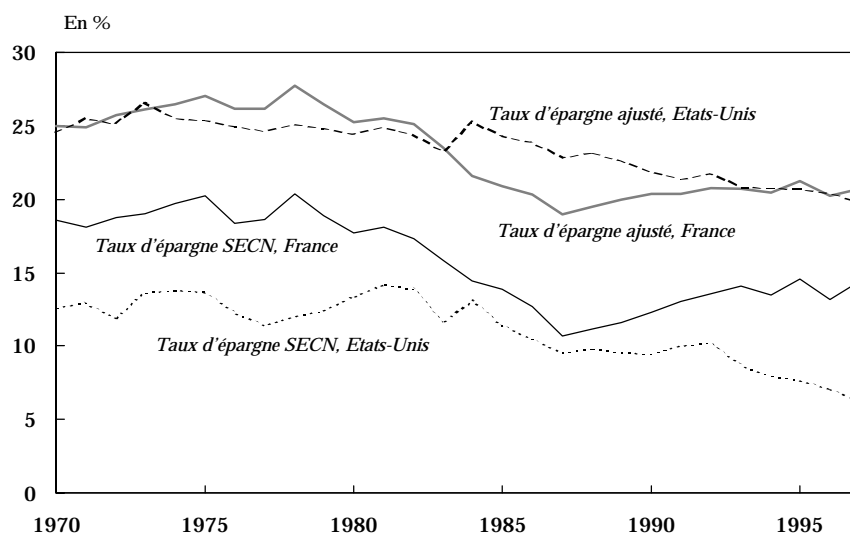
Avant modification		Après modification	
Compte de revenu		Compte de revenu	
Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Prélèvements obligatoires	Rémunération des salariés	Prélèvements obligatoires	Rémunération des salariés Production de services liée aux biens durables* (+)
Revenu disponible		Revenu disponible (+)	
Compte d'utilisation du revenu		Compte d'utilisation du revenu	
Consommation dont biens durables	Revenu disponible	Consommation hors biens durables (-) Consommation de service lié aux biens durables** (+) Epargne modifiée (+)	Revenu disponible (+)
Epargne			
Compte de capital		Compte de capital	
Investissement en logement Dépenses des entrepreneurs individuels	Epargne	Investissement en logement Dépenses des entrepreneurs individuels Achats de biens durables nets des réparations et de l'entretien (+)	Epargne modifiée (+)
Epargne financière		Epargne financière (=)	

* La production brute de services liée aux biens durables est estimée par la consommation de capital fixe (l'activité couvre les frais de maintien du stock de biens durables).

** La consommation de services de biens durables est égale à la production diminuée des consommations intermédiaires (réparations et entretien).

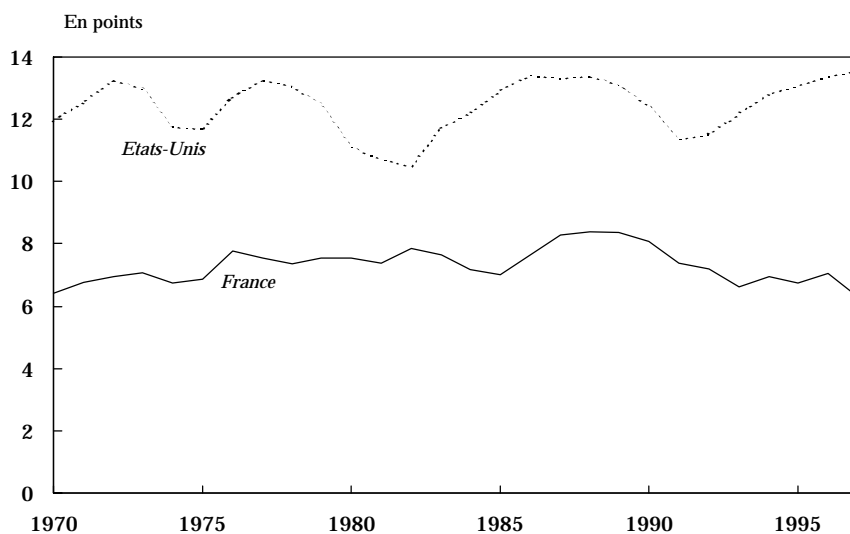
Ce tableau reprend un compte simplifié où ne subsistent que les postes qui permettent de mieux comprendre les modifications proposées. Sont grisés les postes concernés par la modification. Les signes entre parenthèses se lisent comme suit : (+) augmentation du poste suite à la modification ; (-) diminution ; (=) conservation du niveau.

5. Taux d'épargne et ajustement des dépenses en biens durables



Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

6. Variation de taux d'épargne due à l'ajustement des dépenses en biens durables *



*Le graphique se lit comme suit : l'ajustement des dépenses en biens durables augmente le taux d'épargne américain de 12 points en 1970.
Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

Comptabilisation de la consommation individualisable

Certains services publics destinés aux ménages tels que la santé, le logement, l'éducation sont plus ou moins pris en charge par la collectivité selon les pays ; ceci modifie la mesure de la consommation des ménages. On peut distinguer plusieurs cas. D'une part, les services d'éducation sont majoritairement assurés par les administrations publiques en France. Ils sont comptabilisés comme de la consommation des administrations publiques et ne font pas partie de celle des ménages. Au contraire, aux Etats-Unis, une grande partie des dépenses d'éducation est prise en charge par les ménages et fait donc partie de leur consommation.

D'autre part, toutes les dépenses de santé prises en charge par la collectivité ne sont pas intégrées de la même façon en comptabilité nationale. Le remboursement des honoraires de médecins de ville fait partie des ressources du revenu des ménages, dans le poste « prestations sociales », et de leur consommation. En France, les dépenses d'hospitalisation publique sont considérées comme de la consommation publique et n'apparaissent pas dans le compte des ménages, contrairement aux Etats-Unis.

Afin d'harmoniser ces diverses comptabilisations, nous avons regroupé la consommation des administrations publiques destinée aux ménages, à savoir les services de Sécurité sociale, d'enseignement, de santé, d'action sociale et de services récréatifs, culturels et sportifs. Ce concept, défini en comptabilité nationale, correspond à la consommation individualisable. Nous avons intégré cette consommation individualisable dans la consommation des ménages et symétriquement dans le revenu des ménages, à la manière de ce qui est fait pour les prestations de santé (tableau 3). Ceci revient à considérer que, dans la logique des comptes nationaux, les dépenses pour les services publics offerts aux ménages sont financées par des prélèvements obligatoires directs pour les ménages (impôt sur le revenu, CSG, CRDS ou cotisation sociale salariale), défalqués du revenu des ménages. A ce titre, pour éviter toute double comptabilisation, ces dépenses ne font pas partie de la consommation des ménages. La modification revient alors à déplacer ce poste de dépense du compte de revenu vers le compte d'utilisation du revenu.

Au total, ajouter une partie de la consommation des administrations publiques à la fois à la consommation et au revenu des ménages, ce qui conserve le niveau de l'épargne, entraîne une baisse du taux d'épargne. L'écart entre le taux ajusté et le taux brut initial était stable au cours des années soixante-dix, puis il a diminué en France et aux Etats-Unis durant les années quatre-vingt. Ensuite, il a poursuivi sa diminution aux Etats-Unis tandis qu'il se stabilisait, voire s'amplifiait légèrement en France. La baisse du taux d'épargne est légèrement plus forte en France qu'aux Etats-Unis : cette modification tendrait donc à rapprocher les mesures

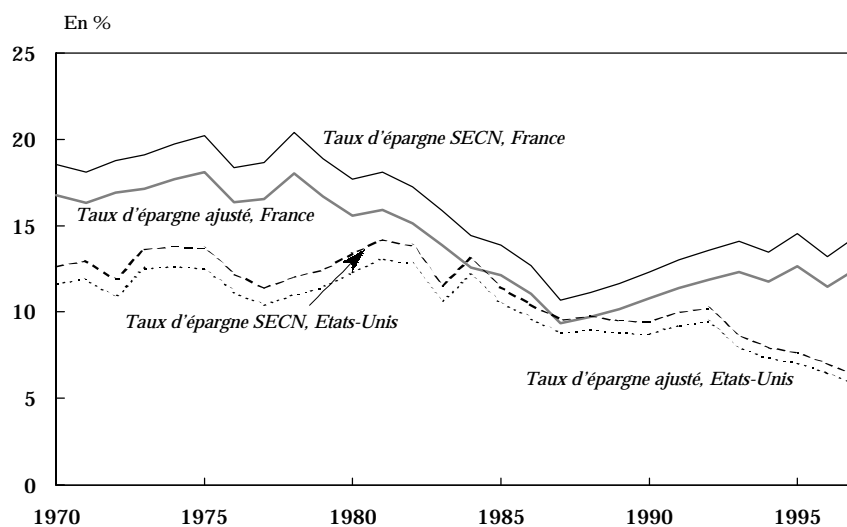
de taux d'épargne (graphique 7). Cependant, l'ampleur de la correction est faible et varie peu au cours du temps, entre 0,7 et 2,3 points pour les deux pays. Elle est peu importante par rapport au degré d'incertitude qui entoure les données.

3. Comptabilisation de la consommation individualisable

Avant modification		Après modification	
Compte de revenu		Compte de revenu	
Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Prélèvements obligatoires	Rémunération des salariés	Prélèvements obligatoires moins consommation individualisable (-)	Rémunération des salariés
Revenu disponible		Revenu disponible modifié (+)	
Compte d'utilisation du revenu		Compte d'utilisation du revenu	
Consommation	Revenu disponible	Consommation élargie (+)	Revenu disponible modifié (+)
Epargne		Epargne (=)	

Ce tableau reprend un compte simplifié où ne subsistent que les postes qui permettent de mieux comprendre les modifications proposées. Sont grisés les postes concernés par la modification. Les signes entre parenthèses se lisent comme suit : (+) augmentation du poste suite à la modification ; (-) diminution ; (=) conservation du niveau.

7. Taux d'épargne et ajustement de la consommation individualisable



Sources : BEA, comptes nationaux ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

Harmonisation de la comptabilisation de la fiscalité indirecte sur la fiscalité directe

Les impôts directs sont soustraits du revenu disponible tandis que les impôts indirects sont inclus dans les prix de la consommation. Ceci est pertinent quand on veut étudier le comportement des ménages, puisque le paiement des impôts indirects est intrinsèquement lié à leurs choix de dépenses. Cependant, la structure des recettes fiscales influe sur le niveau des taux d'épargne habituellement calculés et pose des problèmes de comparaison. Dans un pays comme la France où les impôts indirects tiennent une place importante, la comptabilité nationale mesure un revenu des ménages plus élevé. La comptabilisation des impôts indirects dans les dépenses du compte de revenu des ménages et non dans les dépenses de consommation implique que la consommation, tout comme le revenu des ménages soient diminués du montant des impôts indirects et l'épargne inchangée (tableau 4). Le taux d'épargne est donc revu à la hausse.

L'ampleur de la modification est bien plus importante en France qu'aux Etats-Unis (où elle est quasiment négligeable par rapport aux erreurs de mesure qui entachent le revenu des ménages) à cause des différences de structure fiscale (graphique 8). Cependant, elle a décru dans la première moitié des années quatre-vingt du fait des baisses successives des taux de TVA tandis qu'elle est stable outre-Atlantique.

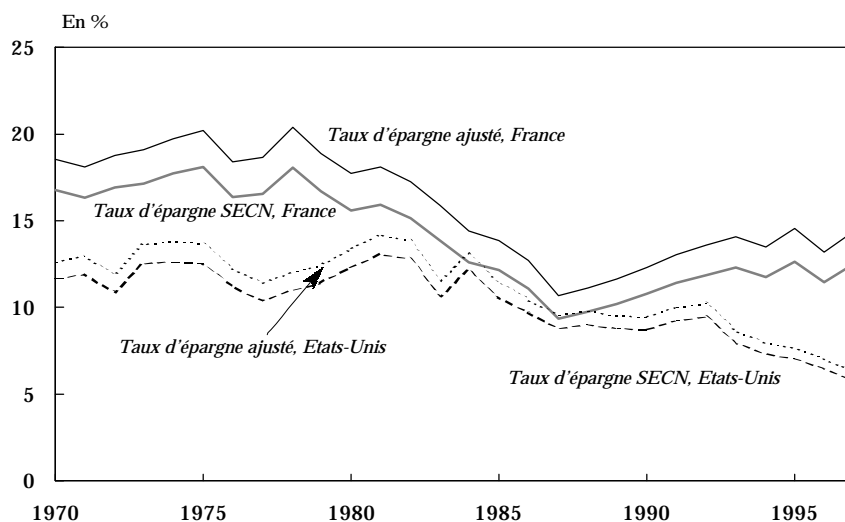
4. Harmonisation de la comptabilisation de la fiscalité indirecte sur la fiscalité directe

Avant modification		Après modification	
Compte de revenu		Compte de revenu	
Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Cotisations sociales	Rémunération des salariés	Cotisations sociales	Rémunérations des salariés
Impôt sur le revenu, CSG, CRDS	Prestations sociales dont retraite	Impôt sur le revenu, CSG, CRDS	Prestations sociales dont retraite
Revenu disponible		Impôts indirects (+) Revenu disponible modifié (-)	
Compte d'utilisation du revenu		Compte d'utilisation du revenu	
Consommation (dont TVA)	Revenu disponible	Consommation hors impôts indirects (-)	Revenu disponible modifié (-)
Epargne		Epargne (=)	

Ce tableau reprend un compte simplifié où ne subsistent que les postes qui permettent de mieux comprendre les modifications proposées. Sont grisés les postes concernés par la modification. Les signes entre parenthèses se lisent comme suit : (+) augmentation du poste suite à la modification ; (-) diminution ; (=) conservation du niveau.

Au total, cette modification amplifie les écarts entre les niveaux de taux d'épargne des deux pays et accentue légèrement la baisse du taux d'épargne des ménages français de 1980 à 1987.

8. Taux d'épargne et ajustement des impôts indirects



Sources : BEA, comptes nationaux ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

Comptabilisation séparée des entrepreneurs individuels

Le revenu des entrepreneurs individuels (excédent brut d'exploitation) sert à rémunérer leur travail et le capital, à consommer et à investir (au sens large : FBCF et variation de stocks). Or, ni l'investissement ni l'amortissement du capital des entrepreneurs individuels ne sont déduits du revenu brut des ménages. Un artisan qui crée une SARL voit son activité productive, et donc ses dépenses en capital, comptabilisées dans le secteur des sociétés. Dans les deux cas, la FBCF sert à entretenir un capital dont le produit de la vente servira, par exemple, à financer la retraite de son propriétaire. Cependant, les dépenses en capital du premier seront comptabilisées dans le secteur des ménages mais pas celles du deuxième. Dans un pays comme la France, où les entrepreneurs privilégient la création d'entreprises individuelles au détriment de sociétés ayant une personnalité morale, ceci tend à augmenter le revenu disponible des ménages mesuré par la comptabilité nationale, et nuit à la comparaison avec les Etats-Unis. Nous avons donc déduit du revenu les dépenses en capital liées à l'activité des entrepreneurs individuels.

Cette modification permet de comparer les comportements des ménages des deux pays en considérant les entrepreneurs individuels comme des salariés qui recevraient un salaire net équivalent à leur excédent brut d'exploitation diminué des dépenses liées à l'investissement et à la constitution de stocks, ce qui se passerait si l'entrepreneur créait une SARL ou une société unipersonnelle (tableau 5 et encadré 2).

2. La spécificité des revenus des entrepreneurs individuels

Il faut prendre en compte la spécificité des revenus des entrepreneurs individuels, qui rémunèrent à la fois le travail et le capital. Il existe plusieurs solutions. Les opérations des entreprises individuelles peuvent être séparées de celles des ménages, en considérant que les revenus nets de l'activité des entrepreneurs individuels sont entièrement reversés aux ménages, à l'exception d'une épargne égale à leur consommation de capital fixe. Dans ce cas, on retire du revenu disponible brut la consommation de capital fixe des entrepreneurs individuels. Cette modification pose le problème de la mesure de la consommation de capital fixe, qui n'est pas homogène selon les pays.

Une deuxième solution, plus radicale, est de considérer que les ménages sont, *in fine*, propriétaires des entreprises. Ainsi, le comportement de celles-ci n'influe pas sur celui des ménages et donc l'existence de ces dernières n'est qu'un voile (*corporate veil*). Il faut alors regrouper les ménages et toutes les entreprises dans un secteur unique. Ceci nous semble peu réaliste d'un point de vue empirique, aussi n'avons-nous pas retenu cette possibilité.

Une troisième solution, que nous avons adoptée, consiste à enlever du revenu disponible des ménages les dépenses des entrepreneurs individuels qui sont liées à leur activité et apparaissent dans le compte de capital (FBCF et variations de stocks). Cependant, ces données ne sont pas directement disponibles aux Etats-Unis : les NIPA ventilent la FBCF par produit mais pas par agent, les *Flow of Funds* distinguent les entrepreneurs individuels hors le secteur agricole (*nonfarm noncorporate business*) mais agrègent dans le secteur agricole les entrepreneurs individuels et les sociétés. Il s'agit donc de ventiler les dépenses du compte de capital de ce secteur agricole. Pour cela, nous avons utilisé comme clé de répartition la consommation de capital fixe (dont la décomposition est détaillée entre entrepreneurs individuels et société). Cette solution n'est pas tout à fait satisfaisante dans la mesure où cette mesure dépend du stock de capital et donc de l'activité passée. Cependant, la part respective de la consommation de capital fixe des entrepreneurs individuels est relativement stable et les montants en jeu (les dépenses en capital du secteur agricole) sont relativement faibles par rapport au total des dépenses. Par ailleurs, la comptabilité américaine affecte aux entrepreneurs individuels des investissements en logement. Nous les avons réintégrés dans les dépenses d'investissement des ménages.

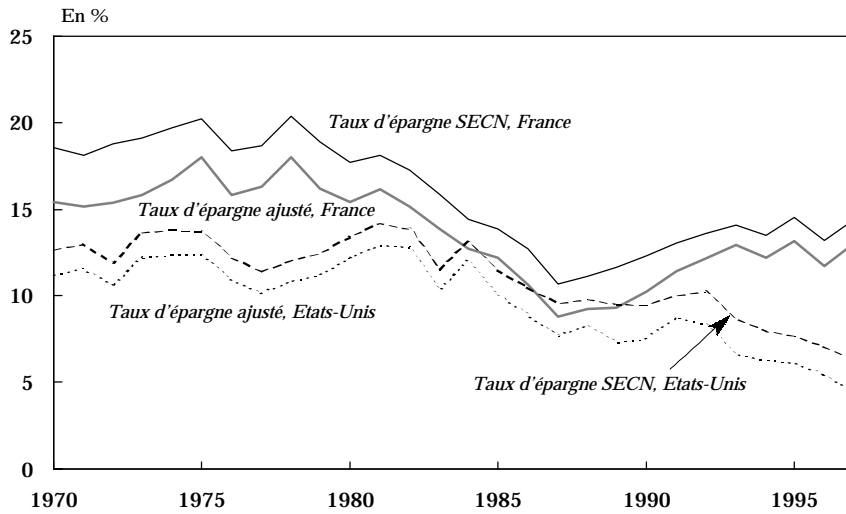
5. Comptabilisation séparée des entrepreneurs individuels

Avant modification		Après modification	
Compte de revenu		Compte de revenu	
Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Prélèvements obligatoires	Rémunération des salariés	Prélèvements obligatoires	Rémunération des salariés
Revenu disponible		Dépenses des entrepreneurs individuels (+) Revenu disponible modifié (-)	
Compte d'utilisation du revenu		Compte d'utilisation du revenu	
Consommation	Revenu disponible	Consommation (=)	Revenu disponible modifié (-)
Epargne		Epargne modifiée (-)	
Compte de capital		Compte de capital	
Investissement en logement Dépenses des entrepreneurs individuels	Epargne	Investissement en logement	Epargne modifiée (-)
Epargne financière		Epargne financière (=)	

Ce tableau reprend un compte simplifié où ne subsistent que les postes qui permettent de mieux comprendre les modifications proposées. Sont grisés les postes concernés par la modification. Les signes entre parenthèses se lisent comme suit : (+) augmentation du poste suite à la modification ; (-) diminution ; (=) conservation du niveau.

La baisse du taux d'épargne entraînée par cette modification est relativement importante : sur la période de 1970 à 1997, elle a varié entre 1,2 et 3,4 points. En France, l'effet de la modification s'atténue presque continûment, à l'exception de la seconde moitié des années quatre-vingt (ceci est cohérent avec la baisse de la part des non salariés dans l'emploi total). Elle a donc tendance à amortir la baisse du taux d'épargne de 1980 à 1987 et à accentuer la remontée qui a suivi (graphique 9). L'ampleur de la correction se maintient au cours du temps aux Etats-Unis (conformément à la stabilité du poids des non salariés dans l'emploi total) et elle est proche de celle en France au cours des années quatre-vingt-dix. Durant cette période, les dépenses en capital des entrepreneurs individuels représentent 1,7 % du revenu des ménages en France contre 2 % aux Etats-Unis, alors qu'ils représentent respectivement 10 et 8,5 % de l'emploi total. La modification a contribué à rapprocher le niveau des taux d'épargne des deux pays durant les années soixante-dix mais son impact est maintenant le même pour les deux pays.

9. Taux d'épargne et ajustement des dépenses en capital des entrepreneurs individuels



Sources : BEA, comptes nationaux ; Federal Reserve, Flow of Funds ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

Le cas particulier des régimes de retraite par répartition et par capitalisation

Les opérations de retraite et d'assurance-vie ne sont pas comptabilisées de la même façon selon qu'elles sont effectuées par le système de Sécurité sociale ou par des institutions privées (tableau 6). Ainsi, toutes les opérations réalisées par le système de Sécurité sociale apparaissent dans le compte de revenu des ménages (ce sont des opérations *courantes*). En revanche, apparaissent dans le compte de revenu des ménages les intérêts et autres revenus de la propriété provenant des fonds investis par les fonds de pension et les sociétés d'assurance (intérêts fictifs) ainsi que les versements des employeurs. En effet, ils appartiennent juridiquement aux participants et sont comptabilisés comme tels. Ces intérêts capitalisés ainsi que les cotisations au système privé (*y.c.* les cotisations des employeurs) sont considérés comme de l'épargne des ménages : leur versement (ou leur réinvestissement automatique) est une opération en capital. De même, le paiement des pensions est enregistré comme une diminution du capital des ménages. Ainsi, une augmentation des cotisations des employeurs augmente le revenu des ménages et leur épargne dans un système de retraite par capitalisation. Une augmentation des taux d'intérêt aura le même effet.

6. Comptabilisation de la retraite par répartition et de la retraite par capitalisation

Retraite par répartition		Retraite par capitalisation	
Compte de revenu		Compte de revenu	
Emplois	Ressources	Emplois	Ressources
Cotisations sociales des salariés	Salaires bruts		Salaires bruts
Cotisations sociales des employeurs	Cotisations sociales des employeurs		Cotisations sociales des employeurs
Impôt sur le revenu, CSG, CRDS	Prestations sociales dont retraite	Impôt sur le revenu, CSG, CRDS	Intérêts liés à l'assurance-vie
Revenu disponible		Revenu disponible	
Compte d'utilisation du revenu		Compte d'utilisation du revenu	
Consommation	Revenu disponible	Consommation	Revenu disponible
Epargne		Epargne	
Compte de capital		Compte de capital	
Investissement (logement, entrepreneurs individuels)	Epargne	Investissement (logement, entrepreneurs individuels)	Epargne
Epargne financière		Epargne financière	
Compte financier		Compte financier	
Flux nets de créances	Flux nets de dettes	Flux nets de créances	Flux nets de dettes
Titres	Crédits Solde des créances et dettes	Titres Variation des droits à la retraite*	Crédits Solde des créances et dettes
Ajustement		Ajustement	

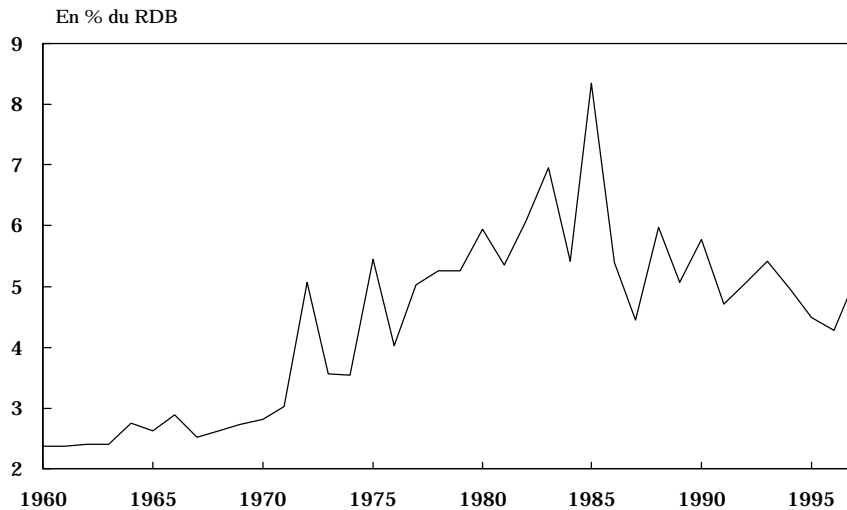
* La variation des droits à la retraite, techniquement dénommée par variation des réserves mathématiques d'assurance-vie et des retraites par capitalisation, est approximativement égale aux primes nettes versées par les ménages moins les indemnités (retraite) reçues plus les intérêts capitalisés.

Ce tableau reprend un compte simplifié où ne subsistent que les postes qui permettent de mieux comprendre les modifications proposées.

Ces subtilités de comptabilisation doivent être prises en compte lorsque l'on compare le taux d'épargne américain au taux d'épargne français, connaissant l'importance de la retraite par capitalisation aux Etats-Unis (encadré 3). Afin de gommer ces différences institutionnelles et leur impact sur le taux d'épargne, il serait souhaitable de comptabiliser le régime par répartition comme le régime par capitalisation. En effet, dans un système par répartition, les ménages cotisent aujourd'hui dans l'attente d'une retraite future. De ce fait, comme c'est le cas dans un régime par capitalisation, ils considèrent implicitement leurs versements comme de l'épargne. En France, ce système est marginal, si bien

que les données ne sont pas disponibles au niveau agrégé et ne permettent pas de faire le calcul ⁶. Aux Etats-Unis, la variation des droits nets sur les réserves des fonds de pension représente un peu plus de 5 % du RDB en 1997 (graphique 10), alors que le taux d'épargne est de 7 %. Les ménages français, quant à eux, épargnent une partie bien plus importante de leur revenu, sans y être contraints par un système de capitalisation. Celui-ci ne parvient pas à favoriser l'épargne aux Etats-Unis.

10. Variation des droits nets sur les réserves des fonds de pension aux Etats-Unis



Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; calculs OFCE.

3. De quelques particularités du système de retraite américain et de leur impact sur le taux d'épargne des ménages

Le système de retraite américain repose sur trois régimes différents ¹ : le régime de base obligatoire de la *Social Security*, les régimes de retraite professionnels des fonds de pension et les régimes individuels d'épargne retraite (*Individual Retirement Accounts IRA*). La *Social Security* est un régime par répartition alors que les deux autres sont des régimes par capitalisation. Neuf américains sur dix âgés de 65 ans ou plus reçoivent une pension de la *Social Security*. Une large proportion d'employés ne bénéficient d'aucune couverture retraite autre que celle de la *Social Security*. Environ 50 % des salariés du secteur privé sont couverts par un

6. Blades procède à cette harmonisation mais sur la base d'hypothèses que nous n'avons pas voulu reprendre : il considère que l'épargne des régimes de retraite par répartition est égale à celle de l'ensemble des régimes de Sécurité sociale (les comptes de la santé, de la famille et du chômage seraient équilibrés).

fonds de pension et, en 1995, 7 % des salariés cotisent activement à un IRA. Nous nous intéressons ici plus spécifiquement aux fonds de pension et à l'impact que leur montée en puissance ² a sur la mesure NIPA du taux d'épargne des ménages.

Parmi les fonds de pension, deux régimes existent : celui des *Defined Benefits* (DB), à prestations définies, et celui des *Defined Contributions* (DC), à cotisations définies.

- Les fonds de pension DB, financés généralement en totalité par l'employeur, garantissent au salarié le versement d'une pension mensuelle d'un montant prédéfini. Chaque employé, sans effectuer de contribution personnelle, est assuré de percevoir lors de sa retraite une rente calculée en fonction de son salaire, de son ancienneté ou de ces deux critères. La prestation versée est indépendante des performances réalisées par l'investissement des contributions et l'employeur assume totalement le risque d'une faible performance des actifs investis.

- Les fonds de pension DC sont eux alimentés par les contributions de l'employé et proposent aux salariés le report, non soumis à la fiscalité, d'une partie de leur rémunération versée sur des comptes individualisés. La contribution des employeurs est juridiquement facultative. Le plan DC le plus répandu et le plus populaire est le plan 401(k), qui tire son nom de l'article du code fiscal qui le régit. Ce plan fait dépendre directement la contribution de l'employeur de celle de l'employé. Au moment du départ en retraite, l'employé recevra la somme des placements effectués sous sa responsabilité à partir de ses cotisations et de celles de l'employeur. Le montant de cette somme, liquidée dans 80 % des cas sous forme de capital, dépendra directement du succès de ses investissements. L'option sortie en rente est néanmoins conseillée lorsque le plan la propose. Mais ce message est difficile à faire passer avant le départ à la retraite, car naturellement les individus préfèrent la distribution du capital, dont ils ont le contrôle.

Les premiers fonds de pension du secteur privé étaient traditionnellement DB. Les fonds de pension DC se sont généralisés plus tardivement sous l'effet de plusieurs phénomènes : le vote de la loi ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*) en 1974 ³ ; l'accroissement de la mobilité de la main-d'œuvre ; l'effacement progressif et voulu des employeurs dans le domaine des prestations sociales ; l'abandon d'un certain paternalisme dans les relations employés / employeurs au profit de relations plus contractuelles ; l'attractivité de constituer et de gérer son propre capital retraite malgré les lourdes responsabilités qui y sont associées. D'où un déclin des fonds DB, surtout depuis 1986, au bénéfice des fonds DC.

Un début de stabilisation des plans DB est observé depuis 1994 du fait de la prise de conscience par les entreprises que cela peut être un argument de gestion de leur main-d'œuvre, leur permettant d'attirer et de fidéliser le personnel. De plus, l'argument de la lourdeur de gestion des plans DB perd de son importance dès lors que le *sponsor* ⁴ qui contrôle les investissements dans un plan DB peut tirer avantage d'un marché à la hausse et se dispenser de contribuer au plan pendant un certain temps, alors que dans le cas d'un plan DC, le *sponsor* est contraint par le pourcentage fixe du salaire. En effet, les *sponsors* des plans DB ont promis un certain montant de prestations, pour lequel ils accumulent un niveau spé-

cifique d'actifs et dès lors qu'ils peuvent atteindre ces objectifs grâce à des plus-values, ils doivent réduire leurs cotisations aux fonds de pension. Dans la mesure où une baisse des cotisations aux fonds de pension affecte directement le taux d'épargne des ménages, cette remarque acquiert toute son importance dans un contexte boursier en forte hausse, comme entre 1979 et 1987 ou entre 1995 et 1998. En effet, la seule trace de ces régimes par capitalisation dans les NIPA apparaît dans les postes « revenus d'intérêt » (*personal interest income*) et « autres revenus du travail » (*other labor income*) du compte des ménages. Le premier intègre, entre autres, les intérêts fictifs (*imputed interest received from life insurance carriers and private noninsured pension plans*), et le second les versements des employeurs (y compris les versements en nature) aux fonds de pension privés et aux *profit sharing plans*⁵. Ces cotisations comptaient en 1997 pour presque 21 % du poste « autres revenus du travail » et donc presque 1,5 % du revenu disponible. Une diminution de leur montant a donc un impact direct sur le taux d'épargne des ménages.

Ainsi, dans un article étudiant la période 1979-1987, Munnell (1987) montre qu'en l'absence de la progression de la Bourse et du marché obligataire, les cotisations aux fonds de pension auraient été en 1986 de 30 milliards de dollars supérieures aux 59 milliards de dollars inscrits dans les comptes, et le taux d'épargne des ménages supérieur d'un point. Cette baisse des cotisations s'est surtout fait sentir pour les fonds DB et moins pour les fonds DC. Aujourd'hui, malgré la très forte progression de la Bourse, l'impact sur le taux d'épargne serait certainement moindre compte tenu de l'évolution des parts de marché des fonds DC au détriment des fonds DB.

1. Le texte de cet encadré s'inspire largement de certains passages du livre de Geneviève Féron, *Le système de retraite américain*.

2. On en dénombre actuellement plus de 900 000, secteurs public et privé confondus.

3. Elle a instauré la préservation des droits de tout salarié affilié à une pension sous réserve du respect des règles d'éligibilité. Tous les amendements à connotation fiscale qui ont suivi ont néanmoins alourdi le fonctionnement et le coût de la gestion des fonds de pension DB.

4. C'est-à-dire l'employeur privé ou public qui décide de créer un fonds de pension dans son entreprise/administration.

5. Les *profit sharing plans* sont des comptes individuels ouverts pour chaque participant au plan. L'employeur contribue annuellement à ce compte à hauteur d'un certain pourcentage du salaire (0 à 15 % dans une limite de 22 500 dollars).

Synthèse des résultats

Les différentes modifications que nous avons proposées ont un faible impact sur la mesure du taux d'épargne, à l'exception de l'une d'entre elles, la comptabilisation des biens durables, qui permet un rapprochement significatif des taux d'épargne des deux pays (tableau 7). Au total, il semble néanmoins difficile de remettre en cause le fait que le taux d'épargne américain mesuré par la comptabilité nationale s'est écarté depuis le début des années quatre-vingt-dix du taux français en diminuant de façon assez marquée.

Les ajustements apportés au taux d'épargne américain ne modifient que marginalement et sur de courtes périodes la forte baisse qu'il a connue, ce qui en fait un phénomène avéré et non le produit d'illusions statistiques. En fait, le consommateur américain détermine sa consommation sur la base d'un revenu qui est très éloigné de celui mesuré par la comptabilité nationale. Nous avons donc adopté dans la suite de cette étude une approche plus centrée sur le patrimoine.

7. Impact des modifications du taux d'épargne

	1970-1979		1980-1989		1990-1997		1970-1997	
	France	EU	France	EU	France	EU	France	EU
Taux d'épargne initial (en %)	19,1	12,7	14,3	11,7	13,6	8,4	15,8	11,1
Impact des modifications (en points*)								
Biens durables	7,1	13,9	7,7	12,9	7,0	12,5	7,3	13,2
Consommation élargie	- 2,0	- 1,1	- 1,8	- 0,9	- 1,7	- 0,7	- 1,8	- 0,9
Impôts indirects	4,1	0,8	3,1	0,7	2,8	0,5	3,4	0,7
Dépenses en capital des entrepreneurs individuels	- 2,8	- 1,3	- 2,0	- 1,4	- 1,5	- 1,7	- 2,1	- 1,5
Taux d'épargne final (en %)	25,2	24,8	21,2	22,9	19,9	10,9	22,2	22,5

* Le tableau se lit ainsi : l'intégration des impôts indirects dans le revenu disponible augmente le taux d'épargne de 4,1 points. Du fait de la non-linéarité du calcul de taux d'épargne, le résultat de l'ensemble des modifications n'est pas égal à la somme du résultat de chaque modification prise séparément. Le taux d'épargne final résultant de la somme des modifications, s'il permet d'avoir une idée de la comparaison entre les deux pays, n'a pas de sens macroéconomique.

Sources : BEA, comptes nationaux ; INSEE, comptes nationaux ; calculs OFCE.

Taux d'épargne, inflation, patrimoine et plus-values

En effet, jusqu'à présent, nous nous sommes tenus au principe de la comptabilité nationale qui vise à ne considérer que la répartition des revenus liés à la production ; nous n'avons tenu compte que de la partie réelle de l'économie. Ce faisant, nous avons écarté un pan important de l'analyse économique, qui est celui de la création de richesse *via* les plus-values. La révision des comptes nationaux américains illustre bien dans quelle mesure la comptabilité nationale a une vision trop étroite du revenu et de l'épargne, qui s'éloigne de plus en plus de celle donnée par la théorie, à savoir la variation de la valeur nette réelle du patrimoine. Selon cette dernière définition, et grâce à la forte progression de la Bourse, les niveaux atteints par les taux d'épargne sont assez surprenants : le taux d'épargne américain a ainsi atteint, en 1997, 52 %, un niveau bien supérieur au taux français qui approche lui 30 %. De tels niveaux n'auraient cependant pu être atteints sans l'évolution de la composition des patrimoines vers la détention de produits porteurs de plus-values.

La révision des comptes nationaux américains de juillet 1998

La révision de juillet 1998 des comptes nationaux américains a procédé à un changement majeur dans l'évaluation du poste « dividendes » du compte des ménages en raison d'une modification du traitement de certains versements de dividendes. Cette modification révèle l'importance que les plus-values, détectables, peuvent prendre en tant que source de revenu ⁷.

Les organismes de placement collectif (*mutual funds*) reçoivent des revenus (intérêts et dividendes liés aux actions) et réalisent des plus-values sur leurs placements ; en contrepartie ils versent aux ménages des sommes qui étaient intégralement considérées comme des dividendes jusqu'à présent. Ces versements étaient donc traités comme un revenu des ménages ; la partie issue de plus-values est maintenant distinguée et donc ne figure plus dans le revenu des ménages. Du fait de l'absence de données concernant d'autres types de plus-values incluses dans les dividendes, la série n'en est pas totalement exempte, mais ces résidus sont marginaux par rapport aux plus-values distribuées par les *mutual funds*. La logique de ce traitement vient de ce que les comptes nationaux décrivent uniquement les revenus générés par la production courante et non ceux induits par la valorisation et la vente d'actifs existants ⁸.

Jusqu'à présent, la totalité des dividendes étaient inclus dans le revenu des ménages parce que la comptabilité nationale ne tenait pas compte de l'origine du revenu qui les générait. C'est pour cette raison que la révision annuelle de septembre 1991 avait comptabilisé ces plus-values comme dividendes ⁹. Pourtant, la révision de juillet 1998 les enlève de nouveau ¹⁰ parce que les versements, contreparties de plus-values, ont fortement progressé au cours des dernières années et sont devenus suffisamment élevés pour que la sous-estimation des profits non distribués et la surestimation de l'épargne des ménages soient significatives et préoccupantes. La baisse substantielle du niveau des dividendes permet ainsi de retrouver un niveau plus cohérent avec ce que les agents déclarent dans leurs impôts comme tel. La révision permet également de corriger

7. Ce paragraphe reprend très largement l'encadré 4 intitulé « La révision des comptes nationaux américains de juillet 1998 » de l'article « Dans la tourmente financière », *Revue de l'OFCE*, n°67, octobre 1998.

8. La révision de juillet 1988 avait ainsi conduit, entre autres, à enlever du poste « intérêts reçus par les caisses de retraite des États et collectivités locales » un certain montant de plus-values (évaluées à 5,5 milliards de dollars en 1985, 9 en 1986 et 12 en 1987) traitées jusqu'alors comme intérêts. Voir *Survey of Current Business*, juillet 1988.

9. *Survey of Current Business*, septembre 1991.

10. Bien que correspondant à un changement méthodologique majeur, cette modification a été introduite dès cette année et non repoussée à la prochaine révision quinquennale des comptes (c'est-à-dire en 2000) pour la raison explicite dans le texte. Voir *Survey of Current Business*, juillet 1998.

la dérive croissante du taux d'épargne de la comptabilité nationale par rapport au taux d'épargne correspondant des *Flow of Funds* (encadré 4 et graphique 11).

4. Une mesure différente de l'épargne des ménages

La mesure *Flow of Funds* de l'épargne des ménages¹ est une mesure assez particulière, qui ne s'apparente ni à l'épargne nette, ni à la capacité de financement, ni à l'épargne financière. Au lieu de distinguer un compte de capital et un compte financier, les FOF intègrent les investissements financiers et les investissements immobiliers dans un seul compte emplois – ressources (équivalent d'un tableau de financement). L'épargne qui en résulte est la somme des achats nets d'actifs financiers et des investissements corporels nets (de la consommation de capital fixe correspondante) moins l'augmentation nette du passif. L'épargne FOF reflète une logique patrimoniale, mais en termes de flux. Elle n'intègre donc pas les plus-values, au contraire de la richesse nette ou de la variation de richesse nette (voir plus loin).

L'épargne FOF est supérieure de trois points à celle des NIPA. Elle comptabilise les biens durables comme investissement, donc comme dépense du compte de capital et non comme dépense de consommation du compte d'utilisation du revenu des NIPA². Elle intègre l'épargne nette des sociétés agricoles au contraire des NIPA³. La troisième correction⁴ résulte d'un transfert d'épargne du secteur public vers le secteur des ménages : la comptabilisation dans le secteur des ménages des variations des réserves des caisses de retraite et d'assurance-vie de l'administration et des collectivités locales (*government insurance and pension reserves*⁵) en fait un élément de l'épargne privée et non plus de l'épargne publique. Ainsi, tout ce qui est capitalisation et qui revient de fait aux ménages est compté dans ce secteur, que ce soit géré par le secteur public ou privé. L'écart entre cette mesure de l'épargne FOF harmonisée sur les NIPA et la mesure NIPA elle-même est égale (au signe près) au poste ajustement du compte des ménages, c'est-à-dire à la différence entre la capacité de financement et le solde des créances et des dettes. Cet écart a commencé d'afficher une dérive croissante à partir du début 1995, révélant une sur-estimation croissante de l'épargne NIPA par rapport à l'épargne FOF harmonisée NIPA (et donc de la capacité de financement par rapport à l'épargne financière). La révision de juillet 1998 a corrigé cette dérive.

1. Au sens du tableau F9 des FOF (*personal sector*), c'est-à-dire les ménages, les entrepreneurs individuels et les sociétés agricoles.

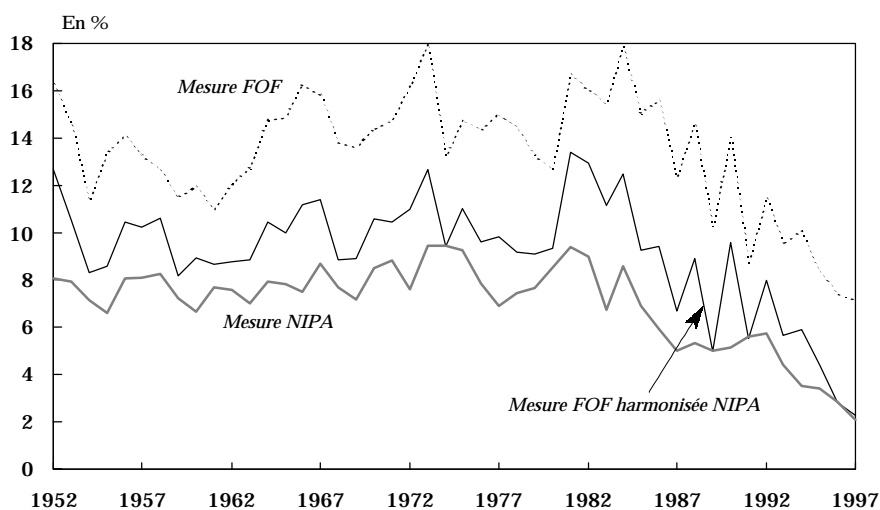
2. L'investissement net représentait en 1997 169,2 milliards de dollars par rapport aux 413,2 milliards de dollars d'épargne FOF.

3. La correction est mineure puisqu'en 1997 cette épargne nette se montait à - 0,7 milliard de dollars.

4. 111,2 milliards de dollars en 1997.

5. La composante gouvernement fédéral correspond à la variation des réserves des caisses de retraite et d'assurance-vie destinées aux fonctionnaires et aux cheminots. La composante collectivités locales correspond à la variation du passif total, égale à la variation de l'actif financier total, des caisses de retraite des employés de ces collectivités.

11. Mesures alternatives du taux d'épargne américain

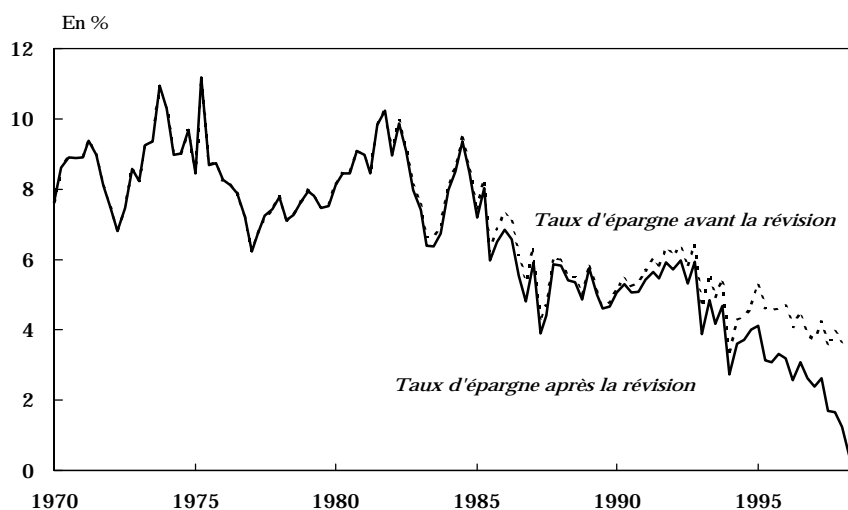


Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; calculs OFCE.

Les séries touchées par cette modification (c'est-à-dire les dividendes reçus par les ménages ; le revenu avant et après impôt des ménages ; l'épargne et le taux d'épargne des ménages ; les dividendes versés par les sociétés ; les profits non distribués et le *cash flow net*) ont été révisées à partir de 1982. En 1997, d'après les estimations initiales, les dividendes versés par les sociétés comportaient 61 milliards de dollars de plus-values distribuées par les *mutual funds*. Ceci correspondait à une sous-estimation d'environ 30 % des profits non distribués et à une surestimation de 37 % de l'épargne des ménages. En raison d'une surestimation de 0,9 % du revenu avant impôt des ménages, le taux d'épargne était surestimé de 2,1 points. L'épargne brute nationale est inchangée, la révision à la baisse de l'épargne des ménages étant compensée par la révision à la hausse des profits non distribués. Ces modifications n'affectent pas non plus le PIB. Cette révision accentue encore la baisse du taux d'épargne (graphique 12). Dans les comptes initialement publiés, il partait d'un point haut de 9,2 % en 1982 pour atteindre un point bas de 3,9 % en 1997. Les nouveaux comptes ne modifient guère le point haut (estimé à 9 %) mais aboutissent maintenant à 2,1 % en 1997, la chute s'accroissant encore sur la première moitié de 1998.

Les comptes français ne sont pas exempts de critiques en ce qui concerne d'éventuelles plus-values dans le compte des ménages. Trois types d'opération sont susceptibles de mêler revenus de la propriété (intérêts et dividendes, loyers) et plus-values : les dividendes versés par les OPCVM, les opérations d'assurance-dommage et les opérations d'assurance-vie.

12. Impact de la révision des NIPA de juillet 1998



Sources : BEA, comptes nationaux.

La comptabilité nationale donne un compte simplifié des OPCVM, contenant uniquement les flux de revenus de la propriété. Ces organismes reçoivent des revenus issus des placements qu'ils réalisent (intérêts liés aux obligations ou aux titres du marché monétaire, dividendes rémunérant la possession d'actions) et ils versent ou capitalisent des revenus aux détenteurs des parts d'OPCVM. Dans ce compte simplifié, les revenus reçus (par les OPCVM) sont supérieurs de près de 15 % aux revenus versés (aux autres agents). Les ressources sont donc très supérieures aux emplois. Ceci est confirmé par le solde du compte de capital, qui fait apparaître une capacité de financement. Ainsi, les ressources courantes de ce secteur sont supérieures à ses emplois. Vraisemblablement les « dividendes » versés par les OPCVM, tels qu'ils sont retracés dans la comptabilité nationale, sont essentiellement liés à des opérations de transfert et non pas à la réalisation de plus-values (dans ce dernier cas, les revenus distribués seraient supérieurs aux revenus reçus). Au contraire, le compte des organismes d'assurance et de capitalisation (secteur des assurances à l'exception des mutuelles) montre que les opérations d'assurance-dommage et/ou d'assurance-vie font intervenir des revenus issus de la réalisation de plus-values dans le compte des ménages. En effet, le secteur des assurances accumule des déficits non négligeables¹¹ depuis la création des comptes, qu'ils soient mesurés par le besoin de financement ou par le solde des flux de créances et de dettes (solde du compte de capital).

11. Le besoin de financement des organismes d'assurance représentait 0,6 % du PIB en 1997.

Cependant, la conformité aux principes de la comptabilité nationale ne garantit pas toujours une description économiquement significative du comportement des agents. Un ménage qui bénéficie d'un revenu versé par un fonds de placement l'utilise de la même façon qu'il provienne d'intérêts, de dividendes ou de plus-values touchées par le fonds. Les ménages américains détiennent, directement ou par l'intermédiaire de fonds, une quantité importante d'actions, qui ne leur rapportent pas de dividendes mais dont la valeur boursière augmente en raison de profits non distribués ; l'exclusion de ces plus-values fausse le calcul du revenu et de l'épargne des ménages.

Imaginons un ménage avec 1000 de salaire ; il détient un portefeuille boursier de 1000 ; les entreprises dont il est actionnaire, font un profit de 100. Dans un premier cas, les entreprises distribuent 100 de dividendes ; le ménage consomme 1000 et réinvestit 100. Dans un deuxième cas, les entreprises ne distribuent rien ; la valeur boursière des actions augmente de 100¹² ; le ménage consomme 1000. Dans les deux cas, la situation et le comportement du ménage sont totalement identiques : sa richesse est de 1100 à la fin de la période. Pourtant, la comptabilité nationale va considérer que son taux d'épargne est de $100/1100 = 9,1\%$ dans le premier cas (ce qui est juste) ; de 0 dans le second (ce qui est erroné).

Comparaison de la composition du patrimoine financier des ménages français et américains

Afin d'évaluer les opportunités qu'ont les ménages français et américains de bénéficier de plus-values, nous allons brosser un tableau comparatif général de la composition des patrimoines financiers¹³ français et américain (tableau 8). La composition de ces patrimoines les rendra plus ou moins sensibles aux évolutions des prix (que ce soit les prix à la consommation ou les prix des actifs) et leur valorisation sera plus ou moins spectaculaire. Ces tableaux comparatifs mettent en évidence dans quelle mesure les ménages américains sont susceptibles de connaître un effet de richesse plus marqué que les français.

Le comportement des épargnants français a été nettement influencé par la déréglementation financière, avec une phase transitoire de 1982 à 1988. La conséquence la plus évidente en a été le passage d'une épargne à rémunération réglementée et non susceptible de générer des plus-values vers une épargne dont le taux de rendement est plus proche du marché et dont la valeur est plus sensible aux prix des actifs financiers (graphique 13). La suprématie de l'épargne rémunérée (du type Livret A)

12. Sous l'hypothèse extrême que la valeur boursière de l'action est identique à la valeur estimée de l'entreprise.

13. Le logement est évidemment un actif susceptible de produire de plus-values et les calculs présentés plus loin l'incluent en conséquence.

8. Répartition de l'actif du patrimoine financier des ménages

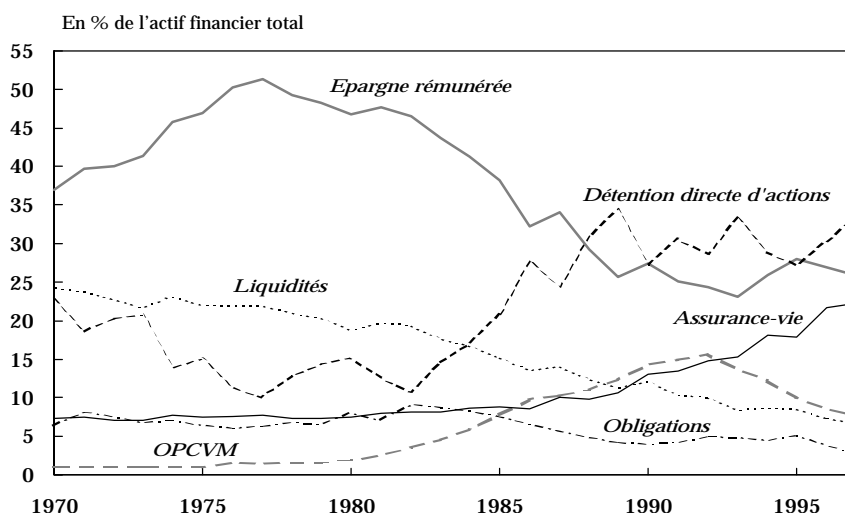
En % de l'actif financier total	1978		1997	
	France	EU	France	EU
Liquidités	21	7	7	3
Autres liquidités (épargne rémunérée)	49	30	26	12
Obligations ¹	7	8	3	8
Actions détenues en direct	13	16	33	23
OPCVM	2	7	8	15
dont				
<i>OPCVM générateur de plus-values</i>	1	5	2	10
Assurance-vie / retraite ²	7	25	22	34
dont				
<i>assurance-vie / retraite génératrice de plus-values</i>	2	11	4	17
Autres	1	6	1	5

1. Y compris titres du marché monétaire.

2. Ces deux actifs sont regroupés dans une catégorie unique dans la mesure où la retraite, sous-entendu par capitalisation et donc gérée par des fonds de pension, est quasi inexistante en France, et l'assurance-vie négligeable aux Etats-Unis.

Sources : *Federal Reserve, Flow of Funds* ; INSEE, TOF ; calculs OFCE.

13. Composition du patrimoine financier des ménages français



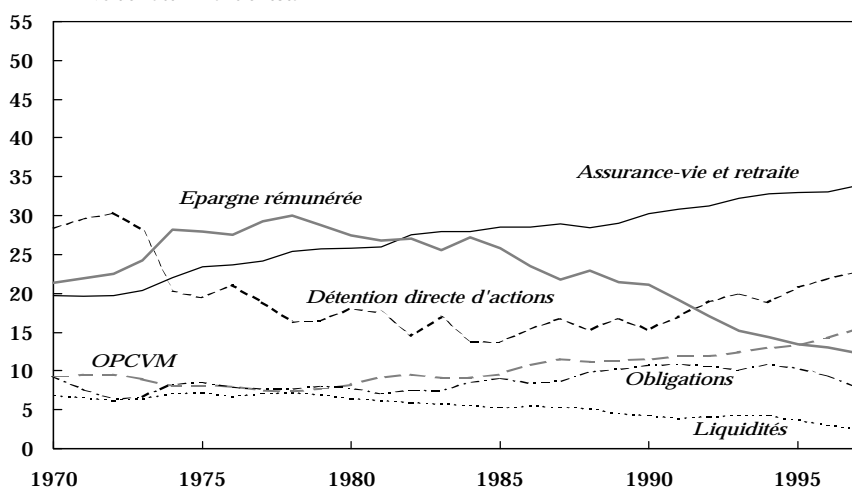
Sources : INSEE, TOF ; calculs OFCE.

a fait place à celle des placements en actions ou en parts d'OPCVM, tandis que l'assurance-vie progresse régulièrement du fait de flux de placement importants mais aussi de la capitalisation des intérêts. Dans le même temps, les dépôts à vue, non rémunérés en France, ont vu leur part diminuer régulièrement de 21 % en 1978 à 7 % en 1997.

La composition du patrimoine financier américain est différente à de nombreux égards (graphique 14). Deux types d'actifs sont en progression constante depuis les années soixante-dix : l'assurance-vie / retraite (sachant que c'est la retraite, c'est-à-dire les fonds de pension, qui entraîne plus de 90 % du mouvement) et les OPCVM. Ce n'est que depuis le milieu des années quatre-vingt que la détention directe d'actions progresse. Mais le niveau atteint aujourd'hui par la part de ces titres dans l'actif financier total (environ 23 %) reste étonnamment loin des sommets des années soixante (environ 40 %), même quand on rajoute la détention indirecte (environ 13 %), et du pourcentage détenu par les ménages français (33 %). L'épargne liquide représente une part négligeable, en contraste avec son importance en France. L'épargne rémunérée a connu, dans les deux pays, une chute assez importante, perdant ainsi son statut d'actif majoritaire.

14. Composition du patrimoine financier des ménages américains

En % de l'actif financier total



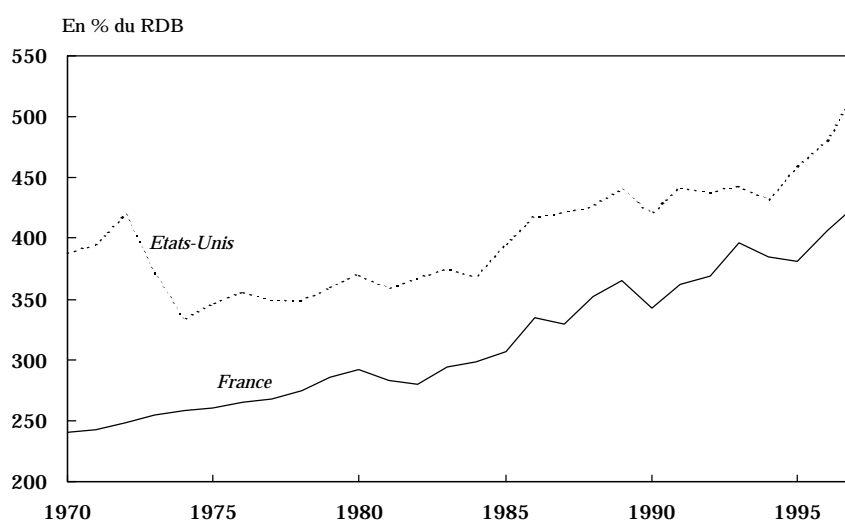
Sources : Federal Reserve, Flow of Funds ; calculs OFCE.

Au total, le patrimoine financier américain apparaît plus réceptif aux variations de prix que le patrimoine français. Parmi les produits d'assurance-vie / retraite et les OPCVM, certains (SICAV monétaires) ne produisent pas de plus-values : seules les SICAV en actions, et bien plus modestement les SICAV en obligations, en génèrent. Aux Etats-Unis, plus de la moitié des placements des fonds de pension et plus des deux tiers des placements des OPCVM se portent sur les actions en 1997, contre respectivement 16 % et 21 % pour la France. Corrigés de ces proportions, les pourcentages de détention d'actifs générateurs de plus-values (actions, assurance-vie / retraite, OPCVM) sont aux Etats-Unis et en France respectivement de 50 % et de 39 %, contre respectivement

32 % et 16 % en 1978. Les ménages français ont clairement augmenté leur exposition grâce à la progression de la détention directe d'actions et de l'assurance-vie.

Compte tenu de la très forte progression de la Bourse, il n'est pas étonnant dans ces conditions que la richesse nette des ménages américains atteigne aujourd'hui un niveau record en pourcentage du revenu disponible brut (520 %) contre 430 % pour la France (graphique 15). En 1997, la réévaluation des actifs explique à elle seule plus de 90 % de la variation de richesse aux Etats-Unis (dont près de la moitié pour les actions) contre moins des trois quarts en France (dont les trois quart pour les actions et autres participations). Ces différents chiffres donnent une image toute différente de l'épargne des ménages américains : ils sont riches et ils n'ont pas besoin d'épargner pour l'être encore plus car cette richesse se valorise automatiquement.

15. Richesse nette des ménages



Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; INSEE, comptes nationaux et TOF ; calculs OFCE.

Plus-values et taxe inflationniste

Nous avons considéré jusqu'à présent le revenu tel qu'il était mesuré par la comptabilité nationale, en aménageant certaines méthodes de comptabilisation qui déformait la mesure du taux d'épargne pour des raisons institutionnelles. Cependant, Hicks, puis Friedman ont montré que le revenu pertinent pour le comportement des ménages est « le niveau d'un flux normal dont la valeur actuelle est identique à celle des recettes attendues » (Hicks) , ou encore « la partie du revenu que le consommateur peut consommer en laissant inchangée sa richesse »

(Friedman). Ces définitions englobent le revenu tel qu'il est défini par la comptabilité nationale, mais incorporent aussi les plus-values réelles. Dans ce cadre, l'épargne des ménages n'est pas mesurée simplement par les opérations de compte de revenu et les flux de placements (solde des créances et dettes) avec lesquelles elle est cohérente, aux erreurs de mesure près. Elle englobe la variation du patrimoine (encadré 5). Autrement dit, on peut considérer que les ménages ont un objectif de pouvoir d'achat de leur richesse qui conditionne leur comportement. Dans ce cadre, une augmentation des prix des actifs entraîne une progression de la consommation : c'est l'effet de richesse. Au contraire, une augmentation des prix à la consommation favorise l'épargne puisque les ménages cherchent à reconstituer la valeur de leur patrimoine : c'est l'effet d'encaisses réelles.

5. Quelques rappels sur la variation du patrimoine réel de fin de période

Exprimée en francs ou en dollars de l'année courante, la variation du patrimoine réel est égale à la somme du flux de placement (qui est cohérent, aux ajustements près, avec la somme de la capacité de financement et de l'investissement logement mesurée par la comptabilité nationale), des plus-values nominales (issues du compte de réconciliation entre flux de placement et variation du patrimoine) et de l'effet de la progression des prix sur la valeur du patrimoine.

De façon formelle, on obtient :

$$\frac{P_t}{\Pi_t} - \frac{P_{t-1}}{\Pi_{t-1}} = \frac{1}{\Pi_t} \cdot \left((P_t - P_{t-1}) + \frac{\Pi_{t-1} \cdot P_{t-1} - \Pi_t \cdot P_{t-1}}{\Pi_{t-1}} \right) = \frac{1}{\Pi_t} \cdot \left(F_t + PV_t + \left(1 - \frac{\Pi_t}{\Pi_{t-1}} \right) \cdot P_{t-1} \right)$$

Où P désigne le patrimoine,

P le niveau des prix,

F le flux de placement,

PV les plus-values nominales ¹.

Pour les actifs liés à des biens réels (logements et actions), la variation du patrimoine est la résultante des flux de placement et des plus-values réelles : la variation du prix des actifs n'est considérée comme une plus-value que si elle compense l'inflation. **Pour les actifs liquides** (monnaie fiduciaire, comptes à vue et livrets réglementés) qui ne donnent pas lieu à plus-values, la variation du patrimoine est la résultante des flux (positifs ou négatifs) de placements et de la taxe inflationniste.

Pour les placements sur les marchés de taux (obligations et titres du marché monétaire), nous considérons que les ménages ne réalisent pas de plus-values. La valeur du titre à l'échéance est égale à sa valeur faciale et

1. Il est souhaitable de lisser les plus-values du fait de leur grande volatilité par rapport au revenu. Cependant, il est difficile de le faire, notamment du fait de la relative brièveté des séries françaises (de 1970 à 1997). Aux Etats-Unis, Galibert et Le Dem (1989) ont montré qu'un lissage sur 6 ans des plus-values augmentait significativement leur impact dans une équation d'épargne.

la somme algébrique des plus et moins-values réalisées tout au cours de la durée de vie du titre est nulle. Nous faisons donc l'hypothèse que les ménages conservent leurs titres jusqu'à échéance, ou qu'en cas de baisse des taux, les plus-values réalisées par les ménages sur leur stock d'obligations sont égales aux moins-values enregistrées par ceux dont les titres arrivent à échéance. Sous cette hypothèse, la variation du patrimoine perçue par les ménages est égale aux flux de placement diminués de la taxe inflationniste. Un raisonnement similaire peut être conduit pour les crédits à long terme contractés par les ménages : une baisse des taux n'est pas nécessairement perçue par eux comme une plus-value sur la valeur de leur dette, à moins qu'ils n'en renégocient les conditions.

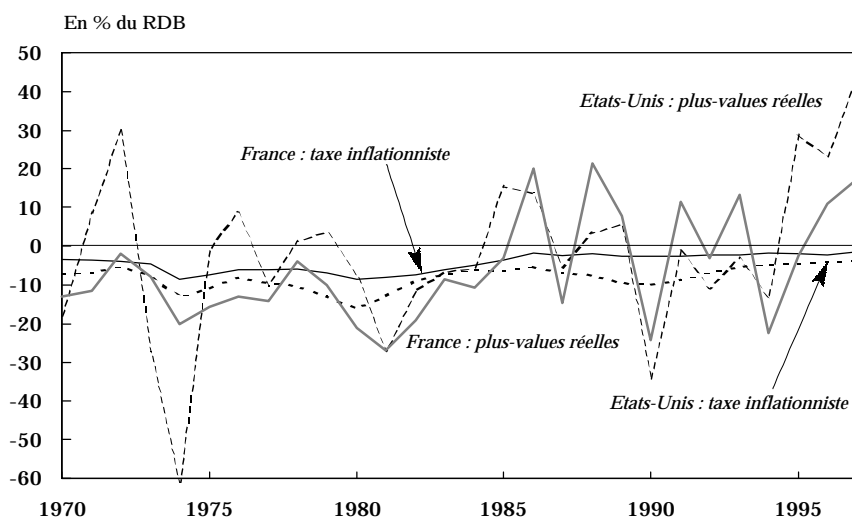
La taxe inflationniste calculée ici ne reprend pas l'ensemble des conséquences de l'inflation pour les ménages, mais uniquement son impact sur la valeur réelle des placements non susceptibles de plus-values (ou considérés comme tels). En effet, une forte inflation a aussi un impact sur le taux d'intérêt nominal de ces placements. Cet effet est comptabilisé dans le poste « intérêts reçus » du compte des ménages. Il est donc inclus dans le revenu au sens de la comptabilité nationale et par conséquent dans les flux de placements.

Par ailleurs, il est à noter que du strict point de vue du comportement, les plus-values peuvent susciter le même type de réaction que celui des intérêts reçus ou des dividendes : une partie d'entre eux sera capitalisée, l'autre sera consommée, sans qu'il soit facile de le prédire selon la nature du placement. Par exemple, les intérêts du livret A sont parfaitement liquides et peuvent être dépensés. Cependant, ils sont automatiquement versés sur le compte lui-même et donnent souvent lieu à capitalisation, jusqu'au jour éventuel où le détenteur décide d'utiliser cette réserve pour un achat. Au contraire, certains placements donnent droit à des revenus réguliers, non capitalisés, dont l'utilisation est indifférente au fait que ces revenus ont pour origine des plus-values ou la rémunération d'un titre. Il serait donc intéressant, à la suite de cet article, d'évaluer économétriquement la propension à consommer l'ensemble des ressources procurées par les produits financiers, plus-values ou rémunération du capital. Dans les lignes qui suivent, nous analysons, de façon purement qualitative, l'évolution des plus-values réelles et de la taxe inflationniste qu'ont connues les ménages américains et français depuis 1970 (graphique 16).

La taxe inflationniste, rapportée au revenu des ménages, a subi les mêmes inflexions en France et aux Etats-Unis du fait des évolutions communes de l'inflation dans les pays développés : pics en 1974 et 1980 dus aux chocs pétroliers puis retour en 1986 à un niveau proche de celui du début des années soixante-dix. Cependant, cette taxe inflationniste a été toujours plus importante aux Etats-Unis du fait de l'importance du patrimoine financier des américains. Ainsi, elle représente, en 1974, 8 % du revenu brut français contre 13 % aux Etats-Unis. Cet écart s'est

accentué puisqu'en 1980, les proportions deviennent respectivement 9 % contre 16 %. En 1986, la taxe inflationniste a fortement diminué du fait de la désinflation pour atteindre 2 % en France et 5 % aux Etats-Unis. Depuis cette date, la stabilisation des prix en France et l'absence de mouvements importants sur les liquidités et titres des marchés de taux détenus par les ménages ont stabilisé la valeur de la taxe inflationniste rapportée au revenu disponible. Aux Etats-Unis, au contraire, le regain d'inflation observé à la fin des années quatre-vingt a entamé de façon plus vigoureuse le pouvoir d'achat des liquidités et titres du marché de taux (jusqu'à 10 % en 1990).

16. Plus-values et taxe inflationniste



Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; INSEE, comptes nationaux et TOF ; calculs OFCE.

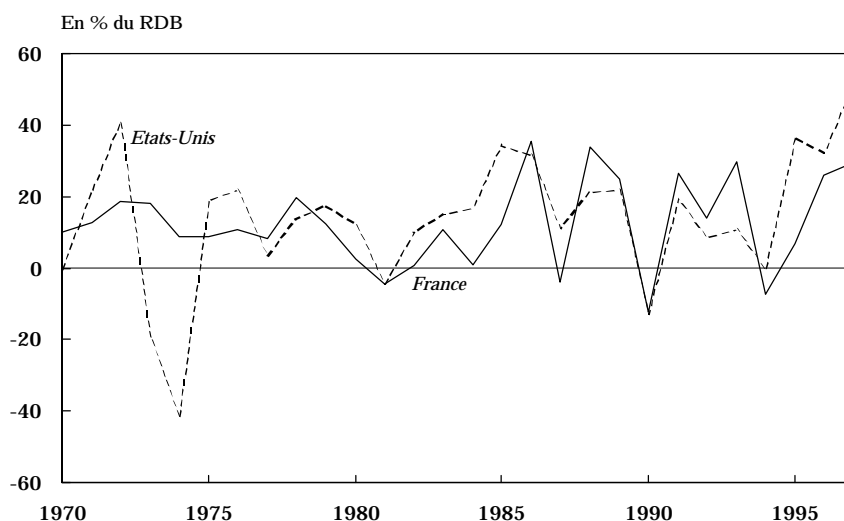
Les plus-values réelles ont eu des évolutions relativement dissemblables entre les deux pays jusqu'au début des années quatre-vingt. En France, le prix des actifs des ménages (essentiellement du logement) a crû de façon beaucoup moins rapide que les prix à la consommation : les plus-values réelles sont négatives, relativement stables au cours du temps, autour d'un niveau de 15 % du revenu jusqu'en 1982. Suite à la désinflation, elles sont devenues plus volatiles, tout en oscillant autour de zéro. Aux Etats-Unis, les plus-values réelles ont connu un comportement quasiment inchangé jusqu'en 1995 : c'est-à-dire une évolution assez chahutée, autour d'un niveau négatif représentant 7 % du revenu. De fait, les plus values réelles ont les mêmes inflexions en France et aux Etats-Unis de 1984 à 1995. Au total, la réduction du poids de la taxe inflationniste n'a pas été compensée par une diminution des plus-values, si bien que la détention de patrimoine s'est avérée de plus en plus lucrative

pour les ménages au cours du temps. Ce phénomène de longue période s'est encore accentué pour les ménages américains sur la période récente (1996, 1997 et 1998) par une progression prolongée du cours des actifs financiers. La valorisation de ce patrimoine leur permet par ailleurs de s'endetter et de consommer.

Ces évolutions sont bien plus importantes que les inflexions du taux d'épargne observé habituellement. A titre indicatif, nous avons calculé des taux d'épargne élargis qui prennent comme mesure de l'épargne non plus seulement les flux de placement, mais aussi la variation du pouvoir d'achat du patrimoine (graphique 17). L'évolution est plus chahutée, mais elle fait apparaître les évolutions de l'épargne sous un tout autre jour.

En France, cette mesure élargie ne fait pas apparaître de baisse du taux d'épargne dans la première moitié des années quatre-vingt : la désinflation a amené une forte diminution de la taxe inflationniste et les ménages ayant un objectif de pouvoir d'achat du patrimoine ont eu un besoin d'épargne moindre ; c'est l'effet d'encaisses réelles traditionnellement mis en évidence dans les équations de consommation en France. Par la suite, la hausse du taux d'épargne de la première moitié des années quatre-vingt-dix disparaît : l'effort de désendettement des ménages, qui est à l'origine de cette progression de l'épargne, a eu un effet négligeable par rapport à celui de l'évolution du prix des actifs, si bien que le pouvoir d'achat du patrimoine des ménages est resté stable.

17. Une autre mesure de l'épargne : la variation du pouvoir d'achat du patrimoine



Sources : BEA, comptes nationaux ; *Federal Reserve, Flow of Funds* ; INSEE, comptes nationaux et TOF ; calculs OFCE.

Aux Etats-Unis, la mesure élargie relativise la baisse du taux d'épargne américain depuis 1986 (tel que mesuré par la comptabilité nationale). L'augmentation observée du recours au crédit est tout à fait conforme aux évolutions cycliques habituelles depuis cette date. En revanche, contrairement aux cycles précédents, elle n'est pas contrebalancée par une progression des placements. Ceci entraîne une baisse de la capacité de financement des ménages et donc une baisse de la mesure du taux d'épargne au sens de la comptabilité nationale. Cependant, cette faiblesse des placements est explicable par la valorisation exceptionnelle des actifs des ménages. Ainsi, l'amoindrissement de l'épargne serait fortement encouragé par un pur effet de richesse combiné à un niveau élevé de confiance des ménages. Cette analyse n'est pas une démonstration complète de l'existence d'un effet de richesse, qui apparaît par ailleurs relativement instable dans les équations de consommation aux Etats-Unis. Cependant, elle amène à s'interroger sur l'impact qu'aurait un retournement brutal et durable des marchés d'actions aux Etats-Unis : les ménages seraient vraisemblablement amenés à reprendre leurs placements, rehaussant ainsi leur taux d'épargne et privant la croissance d'un de ses moteurs les plus vigoureux.

Conclusion : de l'importance des variations de patrimoine

Les niveaux et les évolutions récents du taux d'épargne en France et aux Etats-Unis ont amené les économistes à des interrogations diamétralement opposées : pourquoi le taux français a-t-il augmenté au cours des années quatre-vingt-dix tandis que le taux américain diminuait, pour devenir légèrement négatif (selon la mesure des comptes nationaux américains) à la fin de 1998 ?

La comparaison entre les taux d'épargne de la France et des Etats-Unis n'est pas immédiate. Il faut bien entendu éliminer les spécificités des comptabilités nationales qui privilégient certains aspects sur d'autres : épargne brute ou nette, dépenses courantes des ménages incluant ou non les intérêts des crédits de trésorerie. Ce point rapproche assez fortement les mesures. Ensuite, nous avons ajusté de façon comptable le taux d'épargne pour prendre en compte certaines différences institutionnelles qui étaient susceptibles de biaiser les comparaisons. Cependant, les divergences les plus intuitives ne sont pas nécessairement celles qui ont le plus grand impact et les résultats des modifications varient beaucoup. Aussi, le niveau du taux d'épargne reste effectivement inférieur aux Etats-Unis à celui en France. Une telle situation est possible d'après la théorie du cycle de vie. En effet, dès lors que l'épargne est mesurée comme le renoncement à la consommation, elle est d'autant moins nécessaire que le ménage est riche et donc capable d'assurer ses besoins pendant sa retraite.

Ainsi, quand on mesure l'épargne par la variation du patrimoine, le taux d'épargne américain ressort beaucoup plus élevé que le taux français grâce à la valorisation des actifs qui a été une aubaine pour les ménages américains. Ce n'est pas la résultante d'un comportement d'épargne. La récente révision du revenu des ménages américains par les NIPA montre en effet que l'impact des plus-values est important sur le niveau du taux d'épargne. De la comparaison de la composition du patrimoine, il ressort que les américains sont nettement plus sensibles aux variations du prix des actifs que les ménages français, qui ne détiennent directement ou indirectement des actions que depuis récemment. Ceci se confirme quand on calcule la variation du pouvoir d'achat du patrimoine. La détention de patrimoine s'est avérée de plus en plus lucrative depuis les années soixante-dix du fait de la désinflation. Apparaît alors clairement la raison de la baisse du taux d'épargne des français dans la première moitié des années quatre-vingt : l'effet d'encaisses réelles qui est présent dans toutes les équations de consommation en France. Ce phénomène d'encaisses réelles, commun aux ménages français et américains, a été renforcé aux Etats-Unis depuis 1994 par une progression prolongée du cours des actifs financiers, qui a été complètement déconnectée des variations des prix à la consommation. Ainsi, la valorisation de ce patrimoine leur permet de s'endetter et de consommer comme ils le font traditionnellement dans cette phase du cycle, sans avoir à augmenter leurs placements, ce qui est inhabituel.

Afin de poursuivre cette étude, il faudrait confirmer l'hypothèse d'un effet de richesse avec une évaluation économétrique de celui-ci aux Etats-Unis. Par ailleurs, l'analyse que nous avons faite ne permet pas de mettre en évidence un effet de richesse en France et n'explique pas la hausse du taux d'épargne des années quatre-vingt-dix. Peut-être la composition du patrimoine a-t-elle connu des changements trop importants avec la déréglementation pour que les ménages perçoivent les conséquences des variations du prix des actifs en France. Une autre hypothèse serait d'aborder non plus l'impact de la composition de l'actif des ménages mais les conséquences sur le revenu des ménages, ainsi que sur le patrimoine de leur passif, en étudiant la dynamique de l'endettement (nouveaux crédits et paiement d'intérêts).

Références bibliographiques

- BEA, juillet 1988-septembre 1991-juillet 1998 : *Survey of Current Business*.
- FEDERAL RESERVE BOARD, 1993 : *Guide to the Flow of Funds*.
- INSEE, 1987 : *Système élargi de comptabilité nationale*, les collections de l'INSEE, série C, n°140-141.
- OFCE, 1998 : « Dans la tourmente financière », *Revue de l'OFCE* n° 67, octobre.
- PIRIOU J.-P., 1994 : *La comptabilité nationale*, collection Repères, La Découverte.
- BLADES D., 1983 : « Mesures possibles du taux d'épargne », *Etudes spéciales de l'OCDE*.
- BOSKIN J. M., 1988 : « Issues in the measurement and interpretation of saving and wealth », *NBER working paper*, n° 633, juin.
- FÉRONE G., 1997 : « Le système de retraite américain : les fonds de pension », *La bibliothèque d'économie financière*, édition Montchrestien.
- GALIBERT A. et J. LE DEM, 1989 : « L'épargne des ménages américains : les enseignements d'une comparaison internationale », *Economie Prospective Internationale*, *Revue du CEPII*, n°37, 1^{er} trimestre.
- HENDERSHOTT P. H. et J. PEEK 1987 : « Private saving in the United States 1950-85 », *NBER working paper* n°2294, juin.
- MUNNELL Alicia H., Nicole ERNSBERGER, 1987 : « Pension contributions and the stock market », *New England Economic Review*, novembre-décembre.
- STERDYNIAK Henri, 1986 : « Des conséquences patrimoniales de la dés-inflation », *Revue de l'OFCE* n°17, octobre.