

# Entre équilibres et déséquilibres, entre taux nominaux et taux réels...

**A**u cours des dix dernières années, beaucoup de choses ont changé dans l'approche des économistes vis-à-vis de l'épargne. L'épargne n'est plus ce «résidu» de l'analyse keynésienne: elle a conquis au contraire, pour le meilleur ou pour le pire, une assez forte autonomie, souligne André Babeau dans la toute première *Lettre de l'OEE*.

André Babeau, professeur à l'Université de Paris-Dauphine, est président du comité d'orientation de l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE).

Dans les modèles de croissance développés par les économistes, dit-il, on est passé des modèles à croissance «exogène», dans lesquels le rythme de la croissance ne dépendait en rien de l'épargne, aux modèles dits «à croissance endogène», dans lesquels, au contraire, la liaison entre croissance et épargne est le plus souvent mise en valeur.

Du point de vue historique, les travaux de recherche ont conduit à mettre en évidence une forte corrélation entre le volume de l'épargne nationale et la croissance; l'épargne extérieure peut être utile pendant un temps, mais si elle n'est pas relayée assez vite par l'épargne nationale, le «décollage» réel de l'économie ne se fera pas et l'accès à une croissance auto-entretenu n'aura pas lieu.

## Réseau complexe

Les modèles macro-économiques de partage du revenu des ménages entre consommation et épargne comportant principalement comme variable explicative la croissance du pouvoir d'achat ont fait long feu, souligne l'économiste parisien. Il est maintenant reconnu que les comportements d'épargne se situent au cœur d'un réseau complexe d'interdépendances entre variables réelles et variables financières. Parmi ces dernières, une place particulière est dorénavant réservée au crédit: c'est que pendant de nombreuses années, on a sous-estimé la substituabilité du crédit à l'épargne dans le financement de la croissance des patrimoines bruts.

Le recours au crédit permet, en particulier, de mieux comprendre les fluctuations actuelles du taux d'épargne des ménages; naguère encore, on enseignait que le taux

d'épargne était lié positivement au rythme de croissance du pouvoir d'achat; il augmentait donc dans les périodes fastes et diminuait dans les périodes de marasme. Aujourd'hui, quand le pouvoir d'achat et la confiance reprennent, les ménages s'endettent et accroissent leur consommation en faisant baisser leur taux d'épargne; symétriquement, dans les périodes de marasme, le recours au crédit diminue, les remboursements d'emprunt sont plus rapides et le taux d'épargne des ménages augmente. Du point de vue des vertus «contracycliques» de l'évolution des taux d'épargne, on conviendra aisément que le second profil d'évolution est beaucoup moins favorable, indique André Babeau.

Sur le plan international, la relation négative entre taux d'épargne des ménages et recours au crédit est particulièrement nette: les Belges, par exemple, ont (encore) un recours modéré au crédit et un taux d'épargne élevé; à l'opposé, les Américains et les Britanniques ont un taux d'épargne faible et utilisent largement le crédit. Ces mécanismes se comprennent souvent mieux en ayant une vue internationale des enchaînements.

## Recherche du rendement

Du point de vue de l'affectation des placements financiers, la baisse (pourtant plus nominale que réelle) des taux d'intérêt a partout entraîné une diminution de la part de l'épargne bancaire et des portefeuilles obligataires dans les patrimoines financiers. Les emprunts publics sont aussi, il est vrai, devenus moins importants avec la meilleure maîtrise des déficits publics. De là, la recherche de rendements plus élevés, quitte à assumer une certaine part de risque. La part des

actions a puissamment augmenté dans le patrimoine des Italiens et même les Allemands tendent à devenir actionnaires, plus d'ailleurs par l'intermédiaire de sociétés de placement que par détention directe des titres. Partout aussi, les contrats d'assurance-vie en unités de compte ont commencé à rencontrer un franc succès. Mais en Europe continentale, dans les encours des sociétés, ils ne dépassent pas 10 à 12% du total, alors qu'au Royaume-Uni ils sont déjà supérieurs à la moitié.

Ce qui est en cause en Europe, derrière ces évolutions, c'est évidemment la manière dont la «capacité de financement» des ménages peut être amenée à financer le capital productif indispensable à la croissance économique: ces dernières années, l'Union européenne, malgré l'abondance de l'épargne, a nettement moins investi que les Etats-Unis.

Enfin, André Babeau souligne les changements intervenus dans la théorie économique: jadis, on se préoccupait des équilibres de «flux» et de l'évolution des prix des «flux» (consommation, investissement, etc.); on a, depuis quelques années, reconnu que cette analyse était nécessaire mais pas suffisante: il faut la compléter par l'étude des équilibres ou déséquilibres patrimoniaux et celle de l'évolution des prix des actifs (financiers, non financiers). La plupart des récentes crises que nous avons connues ont, en effet, eu pour origine des déséquilibres de nature patrimoniale. Or sur les quinze pays de l'Union européenne, trois seulement (l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni) publient régulièrement des comptes complets de patrimoine. D'où l'intérêt évidemment de la création de l'Observatoire de l'épargne européenne...