

Reconstituer la richesse américaine

Le ralentissement de la consommation inquiète. Pourtant, l'épargne des ménages américains risque d'être insuffisante

Evan Tanner et Yasser Abdih

LES CONSOMMATEURS américains, jadis moteurs de la prospérité mondiale, achètent moins et épargnent davantage suite à la crise financière mondiale qui a englouti une bonne partie de leurs richesses.

Selon de nombreux économistes et experts, après des années passées à n'épargner qu'une infime part des revenus de leur travail, les consommateurs américains pourraient avoir définitivement changé de comportement. Les responsables de la politique économique et les économistes du monde entier sont inquiets : l'affaiblissement de la demande mondiale, résultat de la baisse récente des dépenses des Américains, présage d'une reprise mondiale qui sera lente. Cette faiblesse ne sera compensée ni par les consommateurs d'autres pays, y compris la Chine, ni par de nouveaux investissements en capital, en tout cas pas à court terme.

Pourtant, le problème ne s'arrête pas là. S'il est légitime de se demander comment remplacer le déficit de demande américaine, les États-Unis s'inquiètent plutôt de savoir si les ménages seront suffisamment économes. En effet, les consommateurs ne pourront reconstituer leur richesse (ou leur patrimoine net, c'est-à-dire la différence entre leurs actifs et leur endettement) qu'en augmentant leur effort d'épargne.

Richesse et investissement

La création de richesse par les ménages est également essentielle aux investissements en capital. Le patrimoine net et les investissements en capital sont intimement liés (graphique 1). Cette corrélation est frappante et s'explique par ce que l'on appelle l'accélérateur financier : quand le bilan d'une entreprise est sain, elle peut emprunter (et donc financer ses investissements en capital) à des conditions plus favorables. En période de difficultés financières, lorsque le crédit est rare et les bénéfices des entreprises faibles, l'épargne nouvelle des ménages apparaît comme la source de liquidités la plus accessible pour les entreprises qui cherchent à assainir leur bilan.

Pour que la croissance soit durable, il faut accumuler du capital. Alors que l'augmentation de la demande globale (y compris la consommation) est une condition indispensable de la relance des investissements en capital, selon les théories traditionnelles de l'investissement, cette relance peut se trouver freinée par des bilans affaiblis. À moins que les plus-values et les bénéfices des entreprises ne retrouvent les niveaux des années de la bulle qui a précédé la crise, ce qui est peu probable, les entreprises n'arriveront pas à générer en interne des fonds d'investissement suffisants. Elles devront donc avoir recours à l'épargne supplémentaire des ménages pour assainir leur bilan. D'après nos recherches, cette épargne des ménages sera insuffisante, ce qui n'est guère réconfortant pour le long terme.

Patrimoine net et épargne des ménages

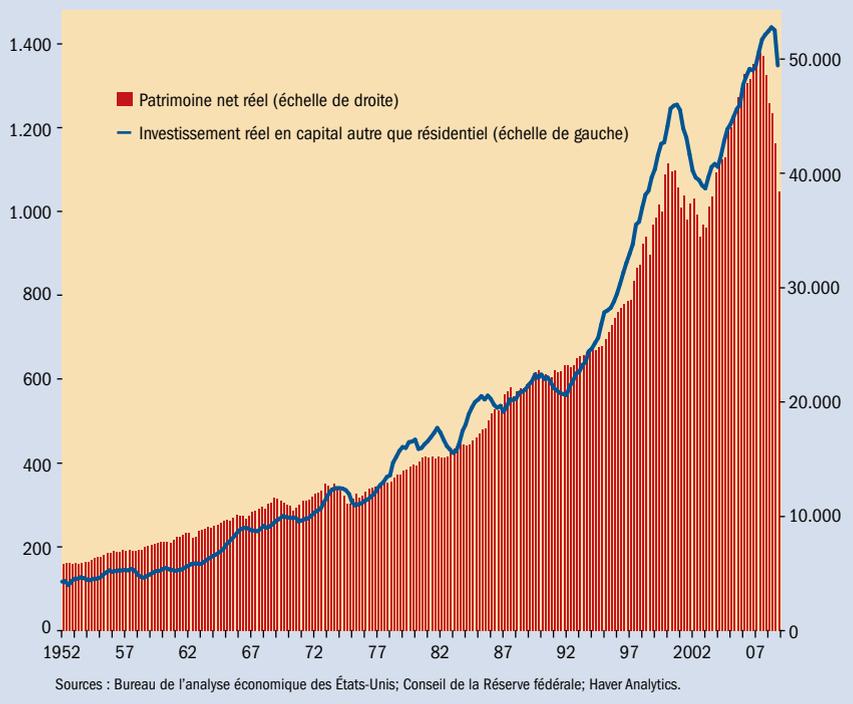
Avant la crise actuelle, la richesse des ménages américains avait fortement augmenté (biens immobiliers et actions en bourse

Graphique 1

La création de richesse

Le patrimoine net et les investissements en capital des ménages ont évolué de concert entre 1952 et 2008.

(milliards, en dollars constants de 2000)



notamment). Du fait de la hausse de leurs actifs, les ménages ont pu consommer davantage et étoffer leur patrimoine net, alors que les taux d'épargne sur les salaires atteignaient leur plus bas niveau. En 2008, lorsque les valorisations d'actifs se sont effondrées, les ménages ont mis un frein à leur consommation et se sont mis à épargner beaucoup plus sur leurs salaires.

Cette réaction correspond à ce que l'on a pu constater dans le passé. Au-delà d'un montant fixe qui est indépendant de la conjoncture, les ménages consomment toujours davantage lorsque leurs revenus disponibles augmentent. Toutefois, la consommation est également liée aux revenus du patrimoine. À l'aide de données couvrant la période 1952–2008, nous avons établi que les ménages américains ont réagi à l'évolution des revenus générés par leurs actifs comme ils le font actuellement, à savoir en ajustant la part de leurs salaires consacrée à l'épargne de manière comparable. Ils consomment moins lorsque leurs revenus d'actifs baissent; a contrario, leur consommation augmente dès que ces mêmes revenus repartent à la hausse. Sur le long terme, cet ajustement compensatoire tend vers un rapport de un pour un : pour chaque dollar supplémentaire issu des revenus d'actifs, la consommation augmente et l'épargne sur le salaire baisse d'un dollar, l'inverse se produisant dès que les revenus d'actifs baissent d'un dollar. Cette relation de un pour un correspond précisément à ce qu'avait observé Milton Friedman il y a des années lorsqu'il a élaboré sa théorie du comportement optimal à long terme des ménages, l'hypothèse du revenu permanent. Nous constatons néanmoins que les consommateurs procèdent à cet ajustement sur le long terme de façon très progressive.

Qu'advierait-il de l'épargne et de la richesse à venir si les ménages calquaient leur comportement sur celui du demi-siècle qui vient de s'écouler? Pour répondre à cette question, nous avons conçu un modèle de référence qui permet de projeter les niveaux d'épargne futurs des consommateurs et la richesse accumulée en partant du principe que les ménages continueraient à agir de manière fondamentalement semblable.

Selon ce modèle, l'épargne sur les salaires commence à augmenter après 2009, conséquence directe de la crise. Ensuite, avec la stabilisation du patrimoine des ménages, l'épargne faiblit légèrement. La projection prend la forme d'une bosse qui atteint son point culminant en 2011 avant de décliner. Du creux de 2007 au pic de 2011, les ajustements de l'épargne représentent environ 2,25 % du produit intérieur brut (PIB). Dans notre modèle, avec des rendements d'actifs à venir légèrement en deçà des survalorisations de ces dernières années, le patrimoine net des ménages augmente, mais très faiblement.

Un nouvel élan de frugalité?

N'oublions pas que l'environnement est fondamentalement différent et bien plus incertain. Les consommateurs se désendettent, volontairement ou pas, et sont plus conscients que jamais des niveaux records atteints par les déficits publics.

Ainsi, notre modèle n'est peut-être pas un bon indicateur de l'avenir de l'épargne. Si ce nouvel élan de frugalité est réel, les consommateurs américains pourraient épargner davantage pendant longtemps. Mais dans quelle mesure? Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI, a déclaré que les économistes ne pouvaient se fier qu'à leur «intuition» (Blanchard, 2009).

Nous avons essayé de déterminer l'effort d'épargne supplémentaire nécessaire aux consommateurs pour ramener

leur patrimoine net à des niveaux qui correspondraient à une conjoncture meilleure (d'avant la crise). Notre hypothèse est que les ménages vont renforcer leur épargne d'un montant fixe par rapport au modèle pour chaque intervalle. Toutefois, après cet unique changement, l'épargne va rester liée aux revenus des actifs à la marge, comme dans le modèle de référence.

Patrimoine net d'ici 2018

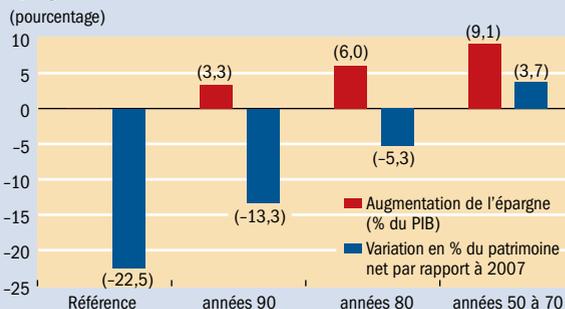
Nous avons dimensionné nos changements théoriques du niveau d'épargne pour qu'ils correspondent à nos projections pour l'année de départ en fonction des moyennes des périodes précédentes : années 90, années 80 et surtout, les années 1950–70, marquées par une épargne forte. Pour arriver à reproduire les années 90, l'augmentation de l'épargne devrait dépasser l'ajustement de référence de 3,3 % du PIB. Pour correspondre aux années 80, cet effort d'épargne supplémentaire devrait s'élever à environ 6,3 % du PIB, et pour les années 1950–70, à environ 9 % du PIB. Tout comme le scénario de référence, nos projections de l'épargne prennent la forme d'une bosse. Cette épargne atteint son pic en 2011 avant de diminuer. La consommation, qui décroît fortement dans ces scénarios plus économes, rebondit progressivement, mais reste inférieure au niveau de référence pendant de nombreuses années.

Le niveau d'épargne de ces scénarios plus économes dépassant celui du modèle de référence, le patrimoine net des ménages croît plus rapidement. Si les ménages américains épargnent plus dès maintenant, quel sera leur patrimoine net en 2018 par rapport aux 46.000 milliards de dollars (en dollars constants de 2000), le maximum atteint en 2007? D'après le modèle de référence, le patrimoine net des ménages sera inférieur à ce pic d'environ 22 %. Selon les scénarios des années 90 et 80, le patrimoine net est également inférieur à ce sommet — de 13 % et 5 % respectivement. Selon le scénario des années 1950–70, le patrimoine net devrait dépasser le maximum de 2007 de presque 4 % (graphique 2).

Graphique 2

Reconstitution du patrimoine net

Pour que leur patrimoine net retrouve son niveau de 2007, les ménages américains doivent accroître considérablement leur épargne.



Sources : Conseil de la Réserve fédérale; Haver Analytics; calculs des auteurs.

Note : Le patrimoine net est composé des actifs des ménages moins leurs passifs. La ligne zéro représente le patrimoine net des ménages américains en 2007. D'après la situation de référence, qui est fondée sur le comportement historique des ménages en matière d'épargne, l'épargne sur rémunération augmentera d'environ 2,25 % du PIB à court terme. En 2018, le patrimoine net serait ainsi inférieur de plus de 20 % du PIB à son niveau d'avant la crise. En ajoutant l'équivalent de 3,3 % du PIB, l'épargne sur rémunération atteindrait à peu près le même niveau que pendant les années 90, avec 6 %, le niveau des années 80 et avec 9,1 % le niveau des années 50 à 70. Dans ce dernier scénario seulement, le patrimoine net des ménages américains dépasserait en 2018 son niveau de 2007.

Le scénario de référence est aussi le scénario médian : en termes de probabilité, le patrimoine net de 2018 a autant de chances de dépasser cette projection que de ne pas l'atteindre. La probabilité que le patrimoine net de 2018 soit supérieur ou égal aux projections les plus économes n'atteint pas les 50 %. Par exemple, il y a une probabilité de 25 % environ que le patrimoine net d'un ménage atteigne ou dépasse les valeurs envisagées dans le scénario des années 1950–70.

L'épargne, une nouvelle ressource pour l'investissement

À l'heure actuelle, une proportion importante de l'épargne des ménages absorbe un endettement public qui atteint des records tout en compensant le manque d'épargne des entreprises. Il semble que l'épargne supplémentaire ne sera pas immédiatement affectée à de nouvelles dépenses en capital. La demande d'investissements devrait rester timide à moyen terme en raison des nombreux biens immobiliers invendus, d'une faible utilisation du capital et de l'affaiblissement du système financier. Dans l'intervalle, le surplus d'épargne des ménages va contribuer à restaurer le patrimoine net des ménages et des entreprises.

En revanche, lorsque l'économie recommencera à croître, les bilans seront plus solides et pourront soutenir les dépenses d'investissement. Comme nous l'avons vu dans le graphique 1, l'investissement des entreprises et le patrimoine net varient ensemble, à la hausse ou à la baisse.

Selon le phénomène de l'«accélérateur financier», une augmentation du patrimoine net permettra de réduire certains coûts associés à l'intermédiation financière (Bernanke, Gertler, and Gilchrist, 1999). L'épargne des ménages peut, par exemple, financer l'achat de titres, comme nous le voyons depuis quelques

mois. Ici, le patrimoine net des ménages et des entreprises non financières suivent les mêmes variations. Certaines entreprises utilisent les revenus des ventes de titres pour accumuler de la trésorerie et des dépôts, étrangers et nationaux. Ces actifs peuvent servir de garantie et réduire le coût d'un emprunt extérieur. Ainsi, le rapport positif entre le patrimoine net et l'investissement en capital n'est pas surprenant.

Les effets positifs de l'amélioration des bilans sur l'investissement ne seront cependant pas immédiats. En outre, il est probable que les consommateurs n'épargneront pas suffisamment, et le patrimoine net des Américains risque de stagner pendant des années encore, ce qui nuira à la vigueur et à la pérennité de la reprise. Bien évidemment, d'autres facteurs sont susceptibles de ralentir la relance de l'économie : faible croissance de la productivité, instabilité économique, système financier inefficace alourdi par des actifs improductifs, endettement public excessif et ses conséquences budgétaires. Autant de sources d'inquiétude. ■

Evan Tanner est économiste principal à l'Institut du FMI et Yasser Abdih est économiste au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

Bibliographie :

Abdih, Yasser, and Evan Tanner, 2009, "Frugality: Are We Fretting Too Much? Household Savings and Assets in the United States," *IMF Working Paper 09/197* (Washington: International Monetary Fund).

Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in *Handbook of Macroeconomics, Vol. 1*, ed. by John B. Taylor and Michael Woodford (Oxford: Elsevier), p. 1341–93.

Blanchard, Olivier, 2009, "Sustaining a Global Recovery," *Finance & Development, Vol. 46, No. 3*, p. 8–12.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges

with the world's leading economists,

policymakers, and expert practitioners, including

Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2010-2011 program begins in July of 2010.

Applications are due by January 1, 2010.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu