L'effet richesse en France et aux États-Unis

Cécile CHATAIGNAULT
David THESMAR
Division Synthèse conjoncturelle

Pierre-Olivier BEFFY
Brieuc MONFORT
Division Croissance et politiques macroéconomiques

Entre octobre 2000 et octobre 2001, l'indice boursier américain Dow Jones a perdu environ 10% et l'indice parisien CAC 40 a reculé de quelque 30%. Doit-on craindre que les moins-values qui en résultent ne freinent la consommation des ménages dans les deux pays ?
Un net effet richesse transparaît du comportement de consommation des ménages américains durant la seconde moitié des années 1990, la forte valorisation des actifs boursiers les aurait incités à réduire leur taux d'épargne. En France, l'effet richesse mis en évidence est nettement plus faible.
Ainsi, l'éclatement de la bulle financière aux États-Unis, survenu à la mi-2000, risque de peser de manière significative sur la consommation des ménages américains, tandis que la consommation des ménages français semble être plus à l'abri.

Des comportements de consommation différents de part et d'autre de l'Atlantique

Au cours de la seconde partie des années 1990, la consommation des ménages a contribué à hauteur de 8,3 points à la croissance de l'activité économique en France, contre 15,8 points aux États-Unis. Deux phénomènes permettent d'expliquer cette différence de dynamisme de la consommation. D'une part, le revenu des ménages américains a été plus dynamique que celui des ménages français : le premier a progressé de 20% en termes réels sur la période, contre 14% pour le second. D'autre part, la propension à consommer ce revenu est différente : la consommation américaine a parallèlement progressé de 27%, contre seulement 13% en France.

L'origine du plus grand dynamisme du revenu des ménages américains est assez bien identifiée : elle tient à la fois à des gains de productivité supérieurs aux États-Unis à ceux enregistrés en France pendant la seconde moitié des années 1990 et à une croissance tendancielle de la population active américaine plus élevée.

En revanche, la plus grande propension des ménages américains à consommer leur revenu par rapport aux ménages français sur la période récente est plus délicate à comprendre. Ce dossier s'efforce de montrer que l'essentiel de ce phénomène peut s'expliquer par les différences de structure et d'évolution de leur patrimoine.

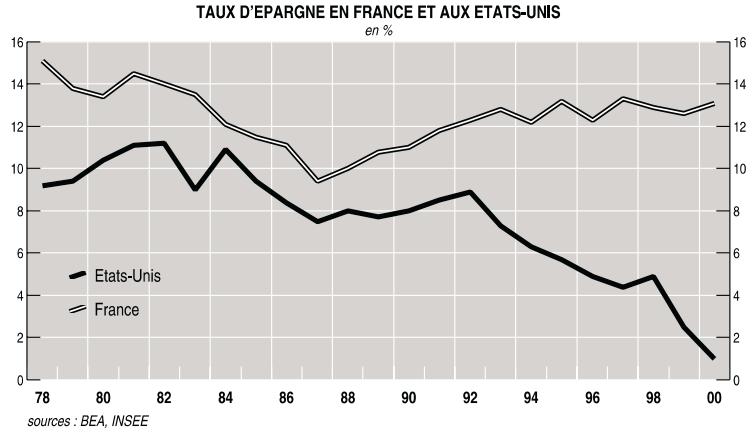
La baisse sensible du taux d'épargne des ménages américains

La nette différence de propension à consommer leur revenu sur la période récente des ménages américains par comparaison aux ménages français se traduit par une divergence d'évolution des taux d'épargne : alors que ceux-ci se situaient à des niveaux proches au début des années 1990, le taux d'épargne des ménages américains a depuis très fortement baissé, tandis que celui des ménages français demeurait relativement stable[(1)].

La théorie du revenu permanent fait dépendre la consommation non seulement du revenu courant, mais aussi des revenus futurs anticipés par les ménages. En particulier, cette théorie rend compte de la ten-

(1) Bien que les comptabilités nationales diffèrent dans les deux pays, cette comparaison s'appuie sur une définition aussi harmonisée que possible du taux d'épargne. Dans les deux cas, la notion de revenu retenue est celle de revenu ajusté, qui inclut l'ensemble du revenu disponible brut, plus les consommations individualisables des administrations publiques (c'est-à-dire les transferts publics liés au remboursement de certaines dépenses de consommation, comme les médicaments).
Une autre difficulté, que nous ne traitons pas ici, provient des importantes différences de système de retraite. Aux États-Unis, les cotisations retraite prennent la forme d'accumulation d'actifs financiers (au travers de fonds de pension, ou de plans d'épargne individualisés). Les «apports nets» (c'est à dire la différence entre les cotisations et les prestations) y sont donc considérés comme de l'épargne. En France, ces «apports nets» viennent simplement amputer le revenu, et ne sont donc pas considérés comme de l'épargne. Toutefois, le système par répartition qui prévaut en France fait que les ménages cotisent dans leur ensemble à peine plus qu'ils ne reçoivent sous forme de prestations. Aussi un changement de mode de comptabilisation plus conforme à la méthodologie américaine modifierait-il peu le niveau du taux d'épargne français.

L'effet richesse en France et aux États-Unis



sources : BEA, INSEE

dance de la consommation à lisser les variations conjoncturelles et temporaires des revenus d'activité. De fait, on observe généralement une plus grande propension à épargner en phase de croissance qu'en phase de ralentissement. Cependant, ce premier élément ne permet pas de comprendre la tendance baissière prononcée du taux d'épargne américain depuis 1993, car il ne peut rendre compte que de mouvements cycliques du taux d'épargne autour d'une moyenne de long terme stable.

Toutefois, la théorie du revenu permanent conduit à tenir compte, en plus du profil anticipé des revenus d'activité, de celui des revenus du patrimoine. Les ménages s'enrichissent également lorsqu'ils enregistrent des plus-values sur le capital qu'ils ont accumulé grâce à leur effort d'épargne passé : ces plus-values ne font que traduire une révision à la hausse des revenus futurs qu'ils peuvent espérer tirer de leur actif (la hausse de prix d'une action traduit un accroissement des dividendes anticipés, la hausse de la valeur d'un bien immobilier permet au propriétaire bailleur d'escompter un accroissement du montant du loyer qu'il pourra demander). Dans les deux cas, les ménages peuvent souhaiter consommer immédiatement une partie de cet enrichissement : soit ils revendent les actifs qui se sont appréciés (actions, logements), en épargnent une partie et consomment le reste, soit ils s'endettent auprès d'un établissement de crédit, en estimant que leurs revenus futurs additionnels accroissent leur capacité de remboursement, ou bien encore ils épargnent moins. Ces trois mécanismes conduisent au même effet : les ménages, en prenant acte des évolutions de leur richesse, augmenteront leur consommation ; c'est la manifestation de ce que l'on appelle «l'effet richesse».

Les ménages américains détiennent un patrimoine plus important que les ménages français

Commençons par analyser l'importance comparée des patrimoines. Tout d'abord, les ménages américains sont plus «riches» que les ménages français. Sur la période 1978-2000, la valeur du patrimoine des ménages (entendu comme leur actif brut)[(2)] correspond en moyenne à 2,2 fois leur revenu en France, contre 5,4 fois aux États-Unis. En outre, cet écart n'est pas constant au cours des vingt dernières années. Il s'est accru sensiblement depuis le milieu des années 1990, passant d'une moyenne de 2,6 fois le revenu disponible sur la période 1978-1994 à 3,3 fois sur 1995-2000.

(2) Les patrimoines sont évalués au travers de l'actif brut, c'est à dire sans tenir compte de l'endettement. Nous reviendrons plus bas sur ce point.

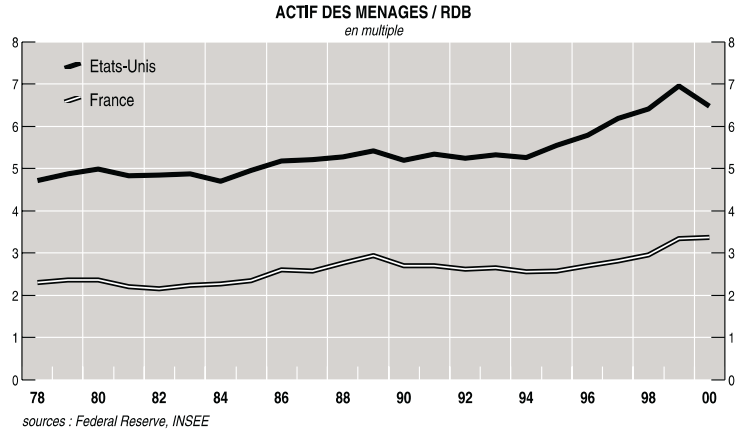
ENCADRÉ 1 : VALORISATION DU PATRIMOINE DES MÉNAGES FRANÇAIS

La comparaison ici effectuée, si elle fournit des ordres de grandeurs fiables, demeure toutefois sujette à caution pour ce qui est du chiffrage précis. En effet, les méthodes d'évaluation des actifs diffèrent entre les deux pays sur certains points.

En France, les actifs non financiers corporels sont enregistrés à leur valeur nette (on déduit du coût historique une consommation de capital fixe censée représenter la dépréciation au fil du temps). Les logements sont réévalués chaque année en fonction de l'indice du coût de la construction, tandis que les plus-values sur logements sont affectées aux terrains sous-jacents.

Les actifs financiers sont enregistrés à leur valeur de marché. Les actions non cotées, qui représentent, en moyenne sur la période 1995-2000, 86% de l'ensemble des actions et autres participations directement détenues par les ménages français, sont valorisées en appliquant aux fonds propres des entreprises émettrices un coefficient calculé sur les actions cotées.

Aux États-Unis, les actions des sociétés cotées et celles des sociétés non cotées ne sont pas renseignées séparément par la Federal Reserve (qui produit le tableau des opérations financières). En ce qui concerne la valorisation des actions non cotées, les comptables nationaux exploitent les déclarations d'impôts sur le revenu et utilisent les dividendes versés. Puis, ils multiplient les dividendes par le ratio capitalisation boursière/dividende des entreprises cotées.■



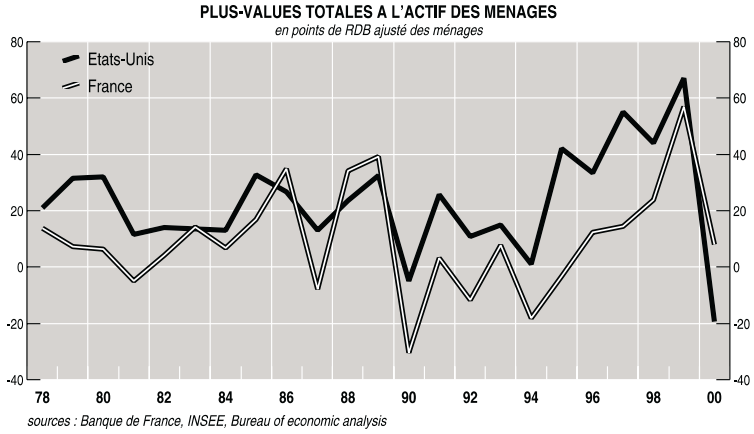


TABLEAU 1 : PLUS-VALUES ET MOINS-VALUES À L'ACTIF DES MÉNAGES

en % du revenu disponible brut ajusté

	Cumul 1978-1983		Cumul 1995-2000	
	France	États-Unis	France	États-Unis
Immeubles	**19**	**83**	**24**	**49**
Actions et titres d'OPCVM	**22**	**27**	**85**	**113**
dont actions	21	26	80	97
Fonds de pensions et assurance vie*	**0**	**14**	**3**	**61**
Total	41	124	112	222

*En france, les fonds de pensions sont quasiment inexistants, si bien que les droits à retraite future ne sont pas inscrits dans l'actif des ménages français.
sources : INSEE et Banque de France / Bureau of Economic Analysis

Cet écart pourrait traduire, au moins en partie, le fait que le système de retraite par capitalisation est beaucoup plus développé aux États-Unis. En France, les cotisations retraites donnent droit à des créances sur l'économie future ; toutefois à la différence des États-Unis, ces créances ne sont pas matérialisées par des actifs financiers et n'apparaissent donc pas dans le patrimoine. Pour remédier à ce problème, quelques études (voir par exemple Vernières, 1997) ont calculé ce que serait le ratio «Actif/Revenu» des français si leur épargne était effectivement capitalisée. Les estimations dépendent beaucoup des hypothèses, mais elles l'établissent en moyenne à 3 contre environ 0,9 aux États-Unis (qui possèdent aussi des systèmes de retraite par répartition). Cet écart, de 2 fois le revenu, permet d'expliquer une partie de l'écart moyen de ratio «Actif/Revenu» de 3,2 fois le revenu sur la période.

C'est aussi au cours de cette période que les plus-values enregistrées ont été comparativement plus élevées outre-Atlantique. Sur 1995-2000 les ménages américains ont enregistré des plus-values correspondant au total à 2,2 années de revenu, contre 1,1 années en France. Si l'on tient compte de la baisse des prix de l'immobilier en Europe au début des années 1990, on constate un écart encore plus important, puisque les ménages américains ont enregistré, en cumulé sur l'ensemble de la décennie 1990, l'équivalent de 2,7 fois leur revenu disponible annuel en plus-values (soit près de 3 ans de revenu), contre 0,6 en France.

Une grande partie de cet écart pourrait tenir au fait que les ménages américains peuvent réaliser des plus-values sur leur épargne retraite, ce que le système français par répartition ne permet pas. En effet, au cours de la période récente, la moitié de l'écart global de plus-values est due aux plus-values réalisées sur les fonds de pension et assurances-vie, c'est à dire une épargne destinée à la retraite. Le reste provient à parts égales de plus fortes hausses de prix des valeurs mobilières (titres directement détenus et titres d'OPCVM) et du logement aux États-Unis.

Les plus-values immobilières expliquent ici moins d'un quart de la différence entre les deux pays, car les plus-values financières sont calculées sur l'ensemble des actifs financiers, et pas seulement les titres cotés en bourse.

Reste à déterminer dans quelle mesure les ménages sont enclins à utiliser ces accroissements de richesse pour consommer davantage.

ENCADRÉ 2 : PLUS-VALUES ET CONSOMMATION DES MÉNAGES

Les plus-values (resp. moins-values) mesurent l'augmentation (resp. diminution) de l'encours d'un élément de patrimoine en fonction de l'évolution de sa valeur de marché (un encours évolue par ailleurs sous l'effet des flux d'achat et vente, ainsi que de l'amortissement inscrit pour certains biens).

La comptabilité nationale évalue les plus et moins-values de manière globale, qu'elles soient réalisées –si l'élément est sorti du patrimoine de l'agent– ou seulement latentes –c'est-à-dire potentielles. Les plus-values et moins-values que les ménages enregistrent à l'actif de leur compte de patrimoine ne constituent pas un revenu au sens de la comptabilité nationale. Toutefois, aux côtés des flux de revenu recensés par la comptabilité nationale (salaires, intérêts nets reçus…), elles peuvent influer sur la consommation des ménages.

En effet :

- les plus-values réalisées sont une ressource pour les ménages, que ceux-ci choisissent soit d'épargner –par le biais d'un réinvestissement– soit de consommer (inversement, dans le cas de moins-values, les ménages peuvent soit reconstituer la valeur de leur patrimoine en épargnant, soit "entériner" la contraction de leur patrimoine dans ce cas, ils n'amputent pas leur consommation) ;
- les plus-values latentes viennent augmenter le patrimoine des ménages ; soit les ménages considèrent que cet accroissement de richesse leur permet de consommer davantage soit, compte tenu du caractère aléatoire et réversible des plus-values, ils n'en tiennent pas compte. ■

Les ménages américains détiennent plus de valeurs mobilières

L'écart relatif entre France et États-Unis est, on le voit, moins important au niveau de l'ampleur des plus-values que de la taille des patrimoines. Toutefois, le patrimoine des ménages américains est plus «liquide» que celui des ménages français, si bien que leurs plus-values sont a priori plus facilement «transformables» en consommation courante.

En effet, les ménages français possèdent une fraction beaucoup plus importante de leur patrimoine sous forme de biens immobiliers (près de 50% sur la période récente), tandis que le patrimoine des ménages américains est constitué pour une bien plus grande part de patrimoine financier (environ les trois quarts).

Au cours de la période récente, la richesse immobilière était comparable en France (1,4 fois le revenu) et aux États-Unis (1,6 fois le revenu). En revanche, les actifs financiers représentaient 1,6 fois le revenu en France, contre 4,6 fois outre-Atlantique, ce qui pourrait, ici encore, traduire les différences de système de retraite, l'épargne retraite étant pour l'essentiel constituée d'actifs financiers.

TABLEAU 2 : STRUCTURE DE L'ACTIF DES MÉNAGES FRANÇAIS ET AMÉRICAINS

en points de RDB ajusté

	Moyenne 1977-1982		Moyenne 1995-2000	
	France	États-Unis	France	États-Unis
Actifs non financiers	**140**	**168**	**137**	**164**
Actifs financiers	**88**	**316**	**159**	**459**
dont :				
Dépôts	43	76	45	62
Titres hors actions	6	21	5	33
Actions et OPCVM	30	158	67	222
dont :				
Actions	29	143	52	172
OPCVM	2	15	15	50
Retraite et assurance vie	6	57	37	133
Autres	3	4	4	9

Note :En france comme aux US, la notion de revenu disponible retenue ajusté, qui inclut les transferts individualisables.
sources : INSEE, BEA, Federal Reserve et Banque de France.

Au cours des deux dernières décennies, la structure du patrimoine des ménages français a quelque peu convergé vers la structure américaine. Entre la période 1977-1982 et la période 1995-2000, la part des actifs financiers dans le patrimoine des ménages a davantage progressé en France qu'aux États-Unis. Elle est en effet passée de 40% à 55% de l'actif brut en France, de 65% à 75% aux États-Unis.

Les deux tiers de l'écart du patrimoine financier proviennent des postes les plus liquides. En moyenne sur 1995-2000, les ménages détenaient directement des actions et des obligations, ainsi que des parts de fonds communs de placement (OPCVM), à hauteur de 0,7 fois leur revenu en France, contre 2,5 fois outre-Atlantique. Ce type d'épargne est liquide, au sens où il est relativement peu coûteux de l'utiliser pour faire face à des dépenses imprévues ou des achats importants.

Le tiers restant de l'écart de patrimoine financier est constitué par des valeurs mobilières détenues à travers les cotisations retraite et l'assurance-vie. Ces placements sont a priori moins liquides, car le retrait du capital est soit très difficile (fonds de pension), soit très pénalisé (assurance-vie). Il n'en reste pas moins que la richesse liée à la détention de ces actifs est directement liée à celle des actions et obligations. Ainsi, aux États-Unis, les

TABLEAU 3 : DÉTENTION D'ACTIONS PAR SECTEUR INSTITUTIONNEL

en% du total non détenu par des sociétés non financières

	Moyenne 1997-2000	
	France	États-Unis
Reste du monde	28,7	8,2
Etat et APUs	6,2	0,6
Banques et autres institutions monétaires	13,0	2,2
Fonds communs de placement	6,9	17,7
Compagnies d'assurance et fonds de pension	10,5	25,8
Ménages	34,6	45,6

Sources : Federal Reserve et Banque de France.

actions constituaient en 2000 environ 30% de l'actif des fonds de pension, le reste étant pour l'essentiel composé d'obligations.

Dans ces conditions, les plus-values réalisées sur ce poste peuvent-elles tout de même être transformées en consommation courante ? Oui, car on assiste à la montée en charge, depuis une vingtaine d'années, de plans de retraite dits à «cotisations définies», qui remplacent progressivement les plans dits à «prestations définies». A la différence des seconds, qui garantissaient les prestations, les premiers individualisent les revenus du capital, en indexant totalement les prestations sur le rendement du capital accumulé. Ainsi, les plans à «cotisations définies» versent davantage de prestations lorsque le cours des actions monte.

De plus, cet effet est renforcé par le fait que l'épargne retraite peut être réduite lorsque la bourse monte, car les employés peuvent aussi contribuer à ces plans[3]. En effet, une grande partie des nouveaux plans autorisent et encouragent[4] les «contributions volontaires». Cette mesure a pour effet de faire fluctuer une partie de l'épargne retraite, car les employés peuvent réduire leurs cotisations -qui sont comptabilisées dans l'épargne- lorsqu'ils réalisent des plus values boursières.

La nette prépondérance des valeurs mobilières dans le patrimoine des ménages américains reflète en partie la différence de système de retraite (besoin d'accumuler les actifs financiers aux États-Unis), mais peut-être aussi la différence de fonctionnement du marché du crédit aux entreprises. Outre-Atlantique, les entreprises recourent davantage à l'émission d'actions et d'obligations pour financer l'investissement. En contrepartie, elles s'appuient moins sur les crédits bancaires et fournisseur *(cf. encadré 2)*.

Un troisième type d'explication tient au fait que les actions des sociétés françaises sont davantage détenues par les banques, l'Etat et les non-résidents, et moins détenues directement par les ménages eux-mêmes. L'importance des non-résidents résulte sans doute de

(3) Les cotisations employées font partie de l'épargne des ménages, alors que les cotisations employeurs n'y sont pas comptabilisées.
(4) L'encouragement provient d'une disposition fiscale : pour les plans dits «401k» les cotisations volontaires des employés ne sont pas sujettes à l'impôt sur le revenu.

ENCADRÉ 3 : DIFFÉRENCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES ET AMÉRICAINES

Les sociétés non financières américaines sont plus enclines que les sociétés françaises à se financer sur le marché obligataire : les obligations ont constitué, sur les six dernières années, 12% du passif aux États-Unis (et près d'un tiers de l'endettement), contre seulement 6% en France (12% de leur endettement).

De manière plus générale, sur la période récente, les entreprises américaines ont davantage eu recours au financement par titres (actions et obligations), puisque celui-ci totalisait 69% de leur bilan, contre 59% en France. Bien que la tendance soit à la "titrisation" du bilan des deux côtés de l'Atlantique, l'écart entre les deux pays ne s'est que très peu résorbé depuis vingt-cinq ans.

Ainsi, le fait que l'investissement des entreprises soit davantage financé par le crédit (fournisseur, bancaire et inter-entreprise) en France qu'aux États-Unis pourrait expliquer pour partie la part relativement faible des valeurs mobilières dans le patrimoine des ménages français.

TABLEAU 4 : STRUCTURE DU PASSIF DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES FRANÇAISES ET AMÉRICAINES

en % du passif

	Moyenne1978-1983		Moyenne1995-2000	
	France	États-Unis	France	États-Unis
Actions	**51**	**37**	**55**	**59**
Dettes	**49**	**63**	**45**	**41**
Titres hors actions	2	14	6	12
dont obligations	*2*	*11*	*4*	*10*
Crédits	29	15	25	9
dont bancaires	*24*	*8*	*16*	*4*
Autres comptes à payer	18	34	15	20
dont crédit commerciaux	*17*	*11*	*13*	*6*

Note : Les actions sont valorisées au prix du marché ; elles constituent donc une mesure approximative des fonds propres.
sources : Banque de France et Federal Reserve.

En outre, l'offre d'obligations est encore renforcée aux États-Unis par le fait que les collectivités locales se financent souvent directement sur le marché obligataire (aux États-Unis, près d'un quart des obligations détenues par les ménages sont émises par des collectivités locales). ■

l'ouverture internationale de la finance française à partir du milieu des années 1980. Par ailleurs, la détention directe d'actions par les banques est très contrôlée et limitée outre-Atlantique depuis les années 1920. Enfin, malgré le mouvement de privatisation engagé en France depuis le milieu des années 1980, la part d'actions détenue par les administrations publiques demeure non négligeable, au contraire de la situation américaine.

Les ménages américains s'endettent plus facilement

Plus "riches", les ménages américains recourent également plus facilement à l'endettement que les ménages français, si bien que les plus-values latentes sont plus à même d'alimenter la consommation courante. Comme l'illustre le graphique, le ratio «crédit aux ménages (crédit à la consommation et crédit au logement)/actif total» des Américains est structurellement plus élevé que celui des Français. En moyenne sur la période 1978-2000, il s'est établi aux alentours de 16% de leur actif total, contre seulement 8% en France.

L'une des raisons principales est que le marché du crédit aux ménages fonctionne plus efficacement aux États-Unis (au sens où les ménages américains sont moins rationnés à niveau de richesse équivalent). Malgré son illiquidité relative, la richesse immobilière peut en effet facilement servir de garantie pour l'obtention de crédit à la consommation (selon un type de prêt appelé equity withdrawal, également très courant au Royaume-Uni). En France, la procédure d'emprunt hypothécaire, plus coûteuse, est seulement utilisée dans le cadre de crédits immobiliers. Enfin, l'endettement court -par carte de crédit- est beaucoup plus développé aux États-Unis qu'en France.

L'approche quantitative confirme un «effet richesse» moins important en France

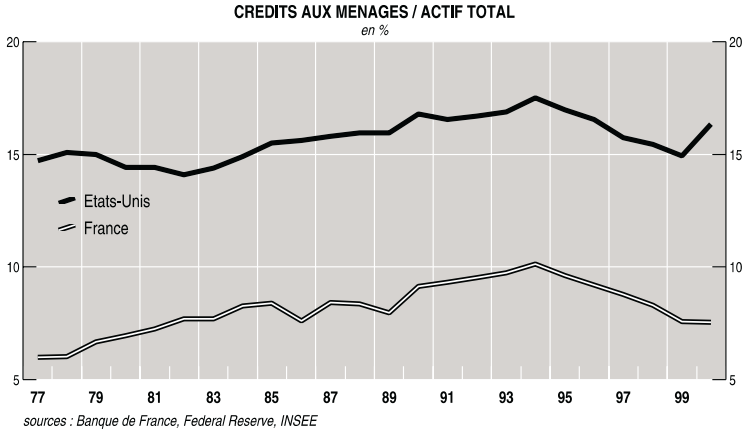
L'approche théorique suggère que l'évolution de la consommation des ménages est d'abord fonction de celle de leur revenu et de leur patrimoine. Cette relation a été estimée sur données américaines et françaises, afin d'évaluer quantitativement l'impact respectif des variations du revenu disponible brut (augmentation de la masse salariale, baisses d'impôts par exemple) et de celles de la richesse (accumulation d'actifs, plus-values boursières ou immobilières). Ce travail économétrique permet en outre d'évaluer la vitesse de transmission de ces variations aux fluctuations de court terme de la consommation.

La valorisation de la richesse des ménages américains a favorisé leur consommation

Pour les États-Unis, cette relation a été estimée sur la période 1960-2000. Les résultats mettent en évidence un rôle significatif et important de la richesse sur la consommation[5] *(cf. encadré 4)*. Elle indique que 1$ de richesse supplémentaire se traduit par 4 cents de consommation des ménages en plus[6].

Entre 1993 et 2000, le taux d'épargne des ménages américains s'est réduit de 8 à 1% de leur revenu courant. Or, les hausses de la richesse et du revenu sont de 62% et de 23% en valeur sur la même période. L'estimation suggère donc que la progression de la richesse pouvait justifier cette baisse de l'ordre de 7 points du taux d'épargne[7]. La baisse du taux d'épargne américain apparaît donc historiquement cohérente avec l'important enrichissement des ménages américains au cours de la seconde moitié des années 1990.

Néanmoins, dans le court terme, la consommation peut ne pas se conformer à la relation de long terme que nous venons de décrire, et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, une hausse transitoire du chômage peut amener les ménages à épargner davantage (épargne de précaution). Deuxièmement, une montée de l'inflation diminue la valeur des disponibilités (dépôts



sources : Banque de France, Federal Reserve, INSEE

(5) Le revenu, la consommation et la richesse sont des variables intégrées d'ordre 1. Les équations de long terme ont ainsi été estimées en corrigeant les résidus par la méthode de Stock et Watson (1993). La somme des élasticités de long terme de la consommation au revenu et à la richesse est supposée égale à 1 afin d'assurer la stabilité de l'équation sur un sentier de croissance équilibré. Une élasticité totale non unitaire indiquerait une tendance croissante ou décroissante du taux d'épargne.
(6) Cet ordre de grandeur est comparable à celui utilisé par la Réserve Fédérale dans ses travaux de projections de moyen terme.
(7) D'après l'équation de long terme estimée, les hausses de richesse et de revenu se traduisent par une baisse du taux d'épargne de :
*0,23*ln(1,62/1,23)=6,3 points*

à vue, porte-monnaie). Un désir de reconstituer ces encaisses peut les conduire à épargner davantage en période d'inflation (effet d'encaisse réelle)[8]. Troisièmement, une baisse des taux d'intérêt réels vient réduire les charges d'intérêts des ménages endettés à taux variable et encourage la souscription à des crédits à la consommation, mais diminue également les revenus de leur patrimoine. Une baisse des taux d'intérêt réels a donc un effet a priori ambigu sur la consommation.

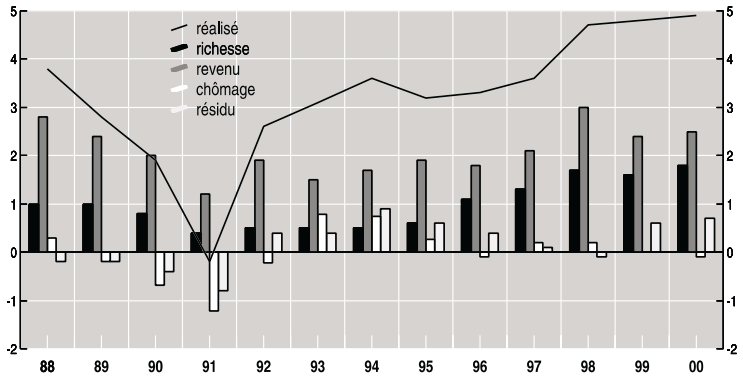
Soulignons toutefois que ces effets n'ont pas d'impact durable sur le taux de croissance de la consommation : c'est pourquoi ils n'apparaissent que dans la dynamique dite de court terme *(cf encadré 4)*.

En ce qui concerne la dynamique de court terme estimée, les variations du revenu courant paraissent avoir un impact immédiat sur l'évolution de la consommation des ménages. Une hausse de 1% du revenu se traduit en effet par une hausse immédiate de 0,3% de la consommation. L'épargne de précaution est également un phénomène important. Ainsi, un accroissement de 4 à 5% du taux de chômage viendrait réduire la consommation de 1%. En revanche, on notera l'effet retardé mais marginal du taux d'intérêt réel. Toutefois, les mouvements de taux d'intérêt affectent également les déterminants de long terme, à travers les flux de revenus du capital mais aussi la réévaluation des actifs qui peuvent accompagner une décision de politique monétaire. Ainsi, l'impact réel des taux d'intérêt sur la consommation américaine est sans doute beaucoup plus important que le seul effet de court terme directement mis en évidence par l'équation, car il transite par l'effet de richesse.

Le graphique ci-dessous retrace la contribution des différents déterminants de la consommation américaine sur les douze dernières années. La hausse de la richesse des ménages dès 1995 s'est traduite par une accélération de la consommation légèrement retardée, mais quantitativement importante à partir de 1995. Depuis, elle a contribué à hauteur de 1,5 points par an à la croissance de la consommation, une contribution légèrement inférieure à celle du revenu courant disponible. La hausse de la bourse, ainsi que celle des prix du logement aux États-Unis entre 1996 et 2000, ont donc contribué très largement à la hausse de la consommation des ménages américains sur cette période. Les comportements

(8) Cet effet théorique n'est cependant pas significatif dans les équations de consommation estimées.

LES CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION AUX ETATS-UNIS



ENCADRÉ 4 : ÉQUATION DE CONSOMMATION AUX ÉTATS-UNIS

La relation est estimée à partir de données trimestrielles de la consommation des ménages, du revenu disponible brut (source : Bureau of Economic Analysis) et de la richesse des ménages (source : Federal Reserve). Le revenu et la richesse sont convertis en dollars constants en utilisant l'indice des prix de la consommation (source : Bureau of Economic Analysis). Ces données sont disponibles sur la période 1960-2001. L'équation de long terme pour les États-Unis obtenue est donnée par :

$$\ln(c_t) = 0{,}77\ln(y_t) + 0{,}23\ln(w_{t-1}) + Cte$$

où c indique la consommation des ménages, y le revenu disponible brut et w la richesse nette des ménages.
La relation précédente peut être réécrite de la manière suivante, en notant s le taux d'épargne des ménages :

$$\ln(1 - s_t) = 0{,}23\ln(w_{t-1}) - 0{,}23\ln(y_t) + Cte$$
$$s_t \approx +0{,}23\ln(y_t / w_{t-1})$$

La dynamique de court terme de la consommation est estimée en exploitant les séries de taux de chômage publiées par le Bureau of Labor Statistics, et les séries de taux d'intérêt au jour le jour de la Federal Reserve :

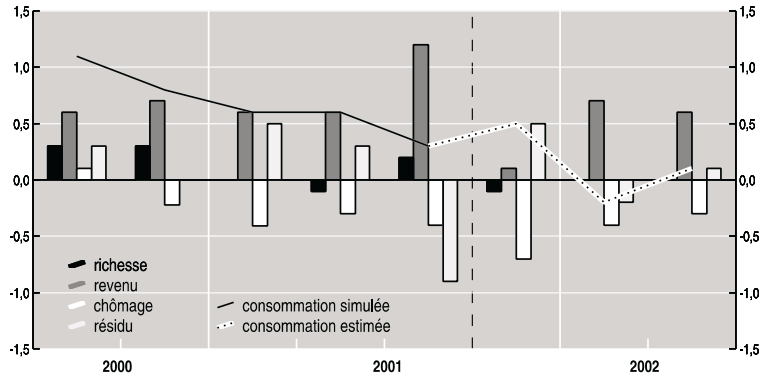
$$\Delta\ln(c_t) = \underset{}{-0{,}03} - \underset{(-2{,}31)}{0{,}08}\,.\,EC_{t-1} + \underset{(-2{,}66)}{0{,}07}\,\Delta\ln(w_{t-1}) + \underset{(3{,}27)}{0{,}30}\,\Delta\ln(y_t) - \underset{(6{,}32)}{0{,}05}\,\Delta\ln u_t - \underset{(5{,}53)}{0{,}001}\,\Delta r_{t-1} + \underset{(-2{,}95)}{0{,}18}\,\Delta\ln(c_{t-2})\ \underset{(3{,}05)}{}$$

où u_t est le taux de chômage, r_t est le taux d'intérêt réel[1] et où EC_t représente l'écart à la cible de long terme :

$$EC_t = \ln(c_t) - [0{,}77\ln(y_t) + 0{,}23\ln(w_{t-1}) + Cte]$$ ■

(1) The daily effective federal funds rate, somme pondérée de taux à long terme pratiqués par les courtiers de New-York, tel que calculé quotidiennement par la Fed. Ce taux est utilisé par la plupart des études américaines de la consommation.

PROJECTION DE LA CONSOMMATION DES MENAGES AMERICAINS



projection au-delà du pointillé

d'épargne de précaution sont concentrés autour de la récession de 1991. La stabilité du chômage à des niveaux faibles pendant les années 1995-2000 explique sa contribution nulle sur cette période. Enfin, le taux d'intérêt réel a une contribution faible à la croissance, contribution qui indique une politique de baisse des taux pendant les périodes de récession et de hausse des taux en période d'expansion.

En 2002, accentuation du ralentissement de la consommation attendu aux États-Unis

On utilise l'équation de l'encadré 4 pour réaliser une projection de la consommation des ménages américains à l'horizon du deuxième trimestre de 2002, en gelant à leur valeur de novembre les indices boursiers, la valeur des actifs immobiliers et les taux directeurs de la Fed. On retient une progression tendancielle de 0,8% en glissement annuel de l'indice de prix à la consommation et une poursuite de la hausse du taux de chômage ; celui-ci s'élèverait à 6,4% de la population active au deuxième trimestre de 2002. Enfin, après les baisses d'impôts dont ont bénéficié les ménages au troisième trimestre de 2001 (40 milliards de dollars, soit 0,6 point de revenu disponible brut annuel sous forme de chèques), on intègre dans leur revenu disponible de nouveaux allégements, probables mais non encore votés, pour un montant équivalent à un point de RDB annuel, étalés sur l'année fiscale 2001-2002.

Au cours de la période s'étendant du troisième trimestre de 2001 au deuxième trimestre de 2002, la consommation des ménages américains progresserait en moyenne de 0,5% par trimestre, ce qui correspond à une remontée du taux d'épargne de 2 points entre le deuxième trimestre de 2001 et le deuxième trimestre de 2002, alors qu'il s'était replié de 1 point au cours des quatre précédents trimestres.

L'effet richesse, qui aurait contribué à la consommation à hauteur de 0,4 point de croissance trimestrielle en 1999 et 2000, ne stimulerait plus sa croissance. Toutefois, il ne pèserait pas significativement sur la consommation. Au premier semestre de 2001, la baisse de la bourse enregistrée en 2000 a été en partie amortie par la bonne tenue du marché immobilier, et n'a réduit la consommation que de 0,1 point. En dépit de la nouvelle correction boursière survenue à l'été, l'effet richesse ne viendrait pas réduire la consommation jusqu'à la mi-2002.

En fait, l'enseignement important de cette estimation est l'importance de l'épargne de précaution. Etant données nos hypothèses de nette remontée du chômage d'ici à la mi-2002, l'épargne de précaution viendrait réduire la consommation de 2 points entre la mi-2001 et la mi-2002. Ce chiffre est important au regard des baisses d'impôts déjà consenties par l'administration Bush à l'été (0,6 point de revenu) et celles en cours de discussion au Congrès (ces mesures ne pourraient dépasser 1,2 points de revenu). Au total, le revenu, soutenu par une polémique budgétaire expansionniste, élèverait la consommation de 2,6 points entre la mi-2001 et la mi-2002

La consommation des Français a essentiellement été soutenue par la hausse de leurs revenus

Les estimations pour la France ont été menées sur des données trimestrielles couvrant la période 1978-2000. Elles suggèrent qu'il n'existe pas de relation de long terme stable entre la consommation, le revenu et la richesse des ménages lorsque l'on suppose l'élasticité de la consommation à la richesse constante[9]. Cependant, dans la mesure où la structure des actifs des ménages a sensiblement évolué au cours des deux dernières décennies, il est légitime de supposer que cette élasticité a pu se déformer légèrement au cours du temps. Une modélisation autorisant cette évolution fait apparaître un effet significatif de la richesse sur la consommation des ménages *(cf. encadré 5)*.

L'élasticité de la consommation à la richesse à long terme est estimée en moyenne à 7,5% pour la période étudiée (contre 23% aux États-Unis). Ainsi, un accroisse-

(9) Comme pour les États-Unis, le revenu, la consommation et la richesse sont des variables intégrées d'ordre 1. L'estimation de l'équation de long terme incluant la richesse des ménages met en évidence la non-significativité de l'élasticité de la consommation à la richesse lorsque celle-ci est considérée comme constante. Les tests de cointégration (méthode de Shin 1994) montrent en outre que sous la contrainte d'élasticité totale unitaire et d'élasticité de la richesse à la consommation constante, la consommation, le revenu et la richesse ne sont pas cointégrés.

ENCADRÉ 5 : ÉTUDE DE LA RELATION DE LONG TERME POUR LA FRANCE

En supposant que les comportements moyens des ménages peuvent se déformer au cours du temps (du fait par exemple de l'ouverture institutionnelle de certains marchés ou par des effets de composition du patrimoine des ménages non modélisés à ce stade de l'analyse), les coefficients de l'équation de long terme sont autorisés à varier légèrement dans la modélisation retenue (Park et Hahn, 1999).

La relation de long terme estimée prend donc la forme suivante :

$$\ln(c_t) = (1 - \alpha_t)\ln(y_t) + \alpha_t \ln(w_{t-1}) + Cte$$

avec α_t la valeur de l'élasticité de la consommation à la richesse à la date *t*.

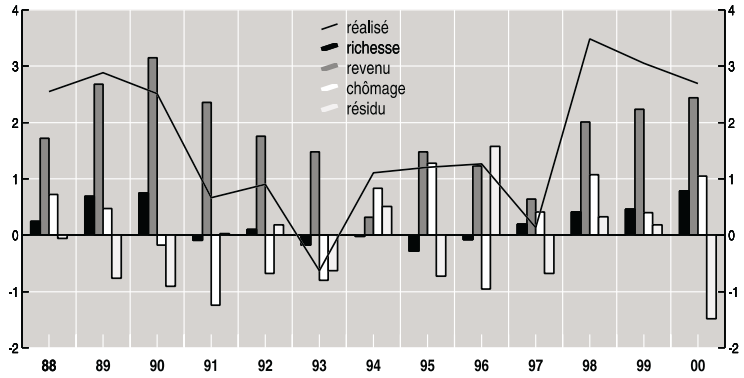
L'élasticité de la consommation à la richesse est toujours significativement différente de 0 au cours de la période étudiée. Un test de constance des coefficients a été effectué : il s'agit de tester si la différence entre les coefficients estimés à différentes périodes est non significative. Les résultats de ce test conduisent à rejeter l'hypothèse de constance de l'élasticité de la consommation à la richesse. ■

ment de la richesse des ménages français de 1 euro entraîne ainsi une hausse de leurs dépenses de consommation de 1,6 cent d'euro à long terme, contre 4 cents d'euro si les ménages français se comportaient comme les Américains. L'influence de la richesse a été la plus significative, non au cours de la période récente, mais dans la seconde moitié des années 1980 (élasticité de 8,5% contre 6,5% en fin de période) qui correspond à la période de libéralisation du système financier en France et de forte croissance des prix de l'immobilier. Toutefois, l'effet richesse est bien plus faible en France qu'aux États-Unis. Le revenu disponible reste à long terme le facteur prépondérant dans la détermination de la consommation des ménages français.

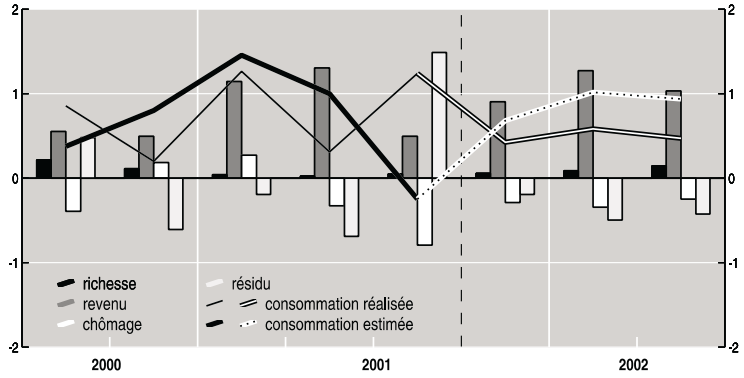
L'estimation de la dynamique de court terme indique que le coefficient d'ajustement à la cible de long terme, ici de 0,24, est plus fort qu'aux États-Unis *(cf. encadré 6)*. Ceci suggère que la consommation réagit plus vite en France à un choc intervenant sur ses déterminants de long terme. De fait, les simulations des équations indiquent qu'un choc sur le revenu est absorbé pour moitié par la consommation au bout d'un an pour la France, contre un an et un trimestre pour les États-Unis.

L'essentiel de la hausse de la consommation des ménages lors des trois dernières années est dû au dynamisme de leurs revenus. Ainsi les revenus ont contribué pour plus de 2 points par an à la croissance de la consommation en France de 1998 à 2000. La richesse semble avoir joué un rôle dans le soutien à la consommation sur cette période. Elle contribue toutefois moins que le revenu à la croissance de la consommation (environ 0,6 point en moyenne de 1998 à 2000). Le graphique ci-contre présente une décomposition des contributions à la croissance de la consommation des différents déterminants considérés. On peut remarquer que la part inexpliquée est assez importante en 2000. Ceci peut être lié à deux phénomènes qui illustrent les limites de l'exercice. D'une part, l'équation n'intègre ni les taux d'intérêt ni les d'effets d'encaisses réelles dans la mesure où ceux-ci n'apparaissent pas statistiquement significatifs. Néanmoins, en 2000, l'accélération des prix a pu affecter les choix de consommation. D'autre part, la hausse importante

LES CONTRIBUTIONS A LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION EN FRANCE



PROJECTION DE LA CONSOMMATION DES MENAGES FRANCAIS



projection au-delà du pointillé

qu'a connu l'indice du CAC40 en 2000 induit de sensibles plus-values telles que calculées selon les conventions de la comptabilité nationale. Dans la mesure où la majorité des actions détenues par les ménages ne sont pas cotées, cette convention comptable a pu surévaluer la plus-value réellement perçue par les ménages.

La contribution de la baisse du chômage au soutien de la consommation est assez marquée à partir de 1998. La forte hausse de confiance des ménages traduirait sans doute le fait que les français ont diminué leur épargne de précaution.

L'équation de consommation française permet de réaliser des prévisions, du quatrième trimestre 2001 au deuxième trimestre 2002. Les déterminants qui interviennent dans l'équation sont en ligne avec les prévisions présentées dans cette Note de conjoncture. Sur la période de prévision considérée, le chômage progresse ainsi graduellement de 8,9 à 9,2. La richesse des ménages a été désagrégée en différents postes dont l'évolution dépend soit du prolongement des tendances récentes, pour l'immobilier ou l'endettement par exemple, soit de l'évolution d'indices financiers. Ainsi, l'évolution du CAC40 permet de construire le patrimoine en actions des ménages. Pour la période de projection, le CAC40 a été supposé constant à son niveau de fin novembre.

En moyenne sur les trois trimestres de prévision, la contribution du revenu à la croissance de la consommation est de 1,1 contre 0,1 pour la richesse et -0,3 pour le chômage. Le dynamisme des revenus contribue donc à soutenir fortement la consommation. La contribution de la richesse est beaucoup plus faible mais elle n'est pas négative. On peut remarquer que si une partie du patrimoine des ménages est affectée par la contraction des actifs financiers, l'impact sur l'ensemble du patrimoine reste mesuré. En revanche l'augmentation du chômage conduit les ménages à épargner davantage devant les incertitudes liées au marché du travail.

L'équation de consommation française est cependant plus optimiste pour les trois trimestres considérés en projection que les prévisions données dans la Note conjoncture. Néanmoins, on peut aussi remarquer sur la période d'estimation une nette sous-évaluation de la croissance de la consommation au troisième trimestre de 2001. Cet écart peut être dû aux fluctuations marquées qu'ont connues les impôts sur les revenus tels que mesurés après dessaisonnalisation par la comptabilité nationale.

L'épargne financière est bien moins développée en France qu'aux États-Unis

Cette étude montre ainsi que si l'on observe bien un effet richesse en France, son influence est beaucoup plus limitée qu'aux Etats-Unis et on ne doit donc pas s'attendre à court terme à une réaction importante de la consommation à la diminution sensible des indices boursiers[11]. Les études antérieures avaient eu des difficultés à montrer l'existence d'un effet richesse en France. Mais cette étude inclut la période récente caractérisée par une forte oscillation de la

ENCADRÉ 6 : ÉQUATION DE CONSOMMATION EN FRANCE.

Les données françaises portant sur la richesse (encours de richesse immobilière, d'obligations, d'actions, de produits d'assurance vie, d'OPCVM actions et d'OPCVM monétaires) proviennent du compte de patrimoine et du tableau des opérations financières (source INSEE-Banque de France). Comme ces données ne sont disponibles qu'à un niveau d'agrégation annuel, il a été nécessaire de construire les données trimestrielles de ces séries. Les flux de ces variables ont été trimestrialisés à l'aide d'indices (indice boursier, taux d'intérêt) et d'agrégats (épargne financière, épargne immobilière). Ces flux trimestriels ont ensuite permis la trimestrialisation des encours de richesse en tenant compte de la valorisation de ces derniers.

Comme pour les États-Unis, la dynamique de court terme a été estimée. Elle est caractérisée par l'équation suivante :

$$\Delta \ln(c_t) = \underset{(2,77)}{0,003} - \underset{(-2,93)}{0,24}\, EC_{t-1} + \underset{(1,67)}{0,17}\,\Delta \ln(y_{t-2}) + \underset{(2,15)}{0,06}\,\Delta \ln(w_{t-1}) - \underset{(-2,36)}{0,26}\,\Delta \ln(c_{t-1}) - \underset{(-2,36)}{0,004}\,\Delta u_t$$

où c_t est la consommation des ménages, y_t le revenu disponible brut, u_t le taux de chômage et où EC_t représente l'écart à la cible de long terme :

$$EC_t = \ln(c_t) - (1 - \alpha_t)\ln(y_t) - \alpha_t \ln(w_{t-1}) + Cte.$$

Le coefficient d'ajustement à la cible de long terme (devant EC_{t-1}) correspond à une force de rappel. Plus il est important, plus les déséquilibres de long terme sont corrigés rapidement. ■

(11) Toutefois, il se pourrait que l'effet richesse soit plus important à la hausse qu'à la baisse (les épisodes de baisse de la richesse ont été trop peu nombreux pour permettre d'analyser quantitativement une éventuelle asymétrie). En effet, si l'épargne financière des ménages américains est plutôt consacrée aux placements à long terme, une baisse n'est pas forcément synonyme de vente immédiate d'actifs financiers. En outre, selon des études récentes, les gains non retirés et issus de la valorisation de la richesse immobilière aux États-Unis réduiraient l'impact de la baisse de valeur des actifs financiers (Intervention d'Alan Greenspan au Senate Banking Committee du 24 juillet 2001).

bourse (hausse importante de 1997 à la mi-2000, puis phase de baisse depuis). De plus, l'hypothèse de modification des comportements des ménages au cours du temps a été retenue pour l'équation française.

Une réduction de 1 euro (1 dollar) de la richesse des ménages s'accompagne d'un recul de la consommation à long terme de quelque 1,6 centimes d'euro pour la France et de 4 cents pour les États-Unis.

Les différences de comportement de consommation entre les ménages américains et français tiennent au fait que les ménages américains sont plus riches et consacrent une part plus importante de leur épargne aux placements financiers et aux valeurs mobilières. En outre, l'effet richesse se transmet plus efficacement outre-Atlantique, du fait des spécificités américaines du marché du crédit à la consommation et du financement des retraites. Enfin, cette transmission est sans doute renforcée par la diffusion plus large de l'épargne en actions parmi les ménages américains. Actuellement, 50% des Américains possèdent des actions contre seulement 15% des Français[(11)]. Ajoutons pour finir qu'en cas de forte correction boursière, se traduisant par un retour de la richesse à son niveau de début 1999 (soit une baisse de 15%), l'estimation quantitative suggère que le PIB pourrait être amputé à hauteur de 0,7 point pour la France et 2,5 points pour les États-Unis. ■

(11) Population de plus de 15 ans ; pour la France, cela correspond à 7 millions de Français (Enquête Banque de France-Euronext, septembre 2001).

BIBLIOGRAPHIE

- Braun-Lemaire. I, et Gautier. A (2001), *«Opinion des ménages et analyse conjoncturelle»*, INSEE - Note de conjoncture – Mars 2001

- Case. K, Quigley.J, et Shiller. R (2001), *«Comparing wealth effects : the stock market versus the housing market»*, document de travail NBER N°8606

- Gramlich.E (2001), *«Asset prices and Monetary Policy»*, Intervention à la Banque de France

- Lusardi, Shinner, et Venti (2001), *«Savings puzzles and savings policies in the United States»*, document de travail NBER N°8237

- Park. J, et Hahn.S (1999), *«Cointegrating regression with time waying coefficients»*, Econometric Theory, vol 15 (5), pages 664-703

- Shin. Y (1994), *«A residual based test of the null of cointegration against the alternative of non integration»*, Econometric theory, vol 10, pages 91-115

- Stock. J, et Watson. M (1993), « A simple estimation of cointegrating vectors in higher order integrated systems», Econometrica, vol 61 (4), pages 783-829

- Vernières. L (1997), *«La mesure et l'interprétation de l'équivalent patrimonial des droits à la retraite»*, Questions Retraites N°97-04