



Les ménages américains vivent-ils au-dessus de leurs moyens?

Dépenses des consommateurs, patrimoine des ménages et prix immobiliers aux États-Unis

Chris Faulkner-MacDonagh et Martin Mühleisen

L'ENVOLÉE des dépenses de consommation, aujourd'hui dans sa douzième année, a résisté aux nombreux chocs défavorables qui ont touché l'économie américaine ces dernières années (attentats terroristes et problèmes de sécurité, net repli du cours des actions et récession de 2001, et série de scandales financiers). Pendant toute cette période, la demande des ménages a non seulement soutenu la croissance intérieure, mais a aussi été l'un des moteurs de l'économie mondiale.

Certains observateurs s'inquiètent cependant de l'essor des dépenses de consommation. Le crédit à la consommation augmente, tandis que le taux d'épargne des ménages et le ratio de la valeur nette des logements à la valeur brute du patrimoine immobilier touchent un creux. Les obser-

vateurs craignent donc que l'augmentation de la consommation privée ne soit pas durable et que le moindre fléchissement ne fasse dérailler la reprise. En particulier, les consommateurs pourraient subir les effets d'un éclatement de ce que beaucoup considèrent comme une «bulle de l'immobilier» aux États-Unis, compte tenu de la hausse spectaculaire des prix sur certains marchés.

Faut-il en conclure que les consommateurs américains vivent au-dessus de leurs moyens? Sur la base des documents de référence préparés en vue des consultations 2003 du FMI au titre de l'article IV avec les États-Unis — cycle annuel d'entretiens sur les politiques macroéconomiques et structurelles —, les auteurs de cet article ont constaté que la situation financière des ménages américains est meilleure qu'il paraît peut-être.

La foule dans un grand magasin de New York au moment des fêtes de fin d'année.

Pourquoi les dépenses des ménages sont-elles élevées?

Le dynamisme de la consommation est étroitement lié à l'augmentation du revenu et de la richesse des ménages américains. Ceux-ci ont bénéficié de la hausse des marchés immobilier et boursier sur les dix dernières années, la valeur nette de leurs patrimoines immobilier et mobilier ayant augmenté de 3/4 billions de dollars et 2 3/4 billions de dollars, respectivement, entre la fin de 1995 et le deuxième trimestre de 2003. D'autres composantes du patrimoine financier (essentiellement les liquidités et les obligations) ont aussi progressé nettement, de 6 1/2 billions de dollars, portant la hausse totale du patrimoine des ménages à environ 120 % du PIB durant cette période. Le graphique 1 fait apparaître une étroite relation inverse entre l'actif net et le taux d'épargne des ménages, ce qui confirme l'hypothèse du revenu permanent, selon laquelle les dépenses des ménages sont davantage fonction de l'évolution de la richesse à long terme que des fluctuations à court terme du revenu.

En outre, la politique macroéconomique expansionniste menée depuis trois ans a stimulé les dépenses de consommation. Une série d'allègements fiscaux a contribué à une baisse de 230 milliards de dollars des paiements au titre de l'impôt fédéral sur le revenu des personnes physiques, et les dépenses publiques ont augmenté. D'après les estimations de Macroeconomic Advisers, une société spécialisée dans les prévisions économiques, les mesures de relance budgétaire prises aux niveaux fédéral, local et des États ont fait gagner entre 1 et 2 1/2 points de croissance par an entre 2001 et 2003.

La politique monétaire a produit aussi des effets notables. La décision de la Réserve fédérale de ramener le taux retenu comme objectif pour les fonds fédéraux de 6 1/2 % en 2000 à 1 % en 2003 — leur niveau le plus bas depuis 50 ans — a provoqué des vagues successives de refinancement des prêts hypothécaires, ce qui a dégagé des ressources substantielles pour financer les dépenses de consommation. Ce phénomène a été favorisé par l'innovation et la meilleure gestion des risques sur les marchés de capitaux américains, qui ont facilité l'accès des ménages au crédit et donné aux consommateurs une plus grande marge de manœuvre pour gérer leur patrimoine.

D'autre part, les ménages ont recouru davantage aux cartes de crédit et aux prêts personnels à court terme pour financer leurs dépenses de consommation. Les ratios d'endettement ont régulièrement augmenté depuis le milieu des années 90 pour atteindre, au milieu de 2003, le niveau record de 115 % du revenu disponible (graphique 2). Bien que la hausse de l'endettement privé puisse être préoccupante à terme, d'autres indicateurs tendent à démontrer que les ménages ont peut-être pris soin de limiter leurs engagements financiers :

- En raison de la faiblesse des taux d'intérêt, le ratio service de la dette/revenu a augmenté relativement peu.
- Les indicateurs généraux du service de la dette de la Réserve fédérale (qui comprennent les loyers et autres paiements mensuels) continuent de représenter 18 % environ du revenu disponible, ce qui semble indiquer que de nombreux ménages ont remplacé le paiement de leur loyer par le remboursement de leur dette hypothécaire (au milieu de 2003, le taux d'accession à la propriété a atteint le niveau record de 68 1/2 %).
- La croissance du crédit à la consommation par rapport aux actifs des ménages est restée modérée, et la reprise du marché boursier de 2003 a consolidé la situation financière des ménages.

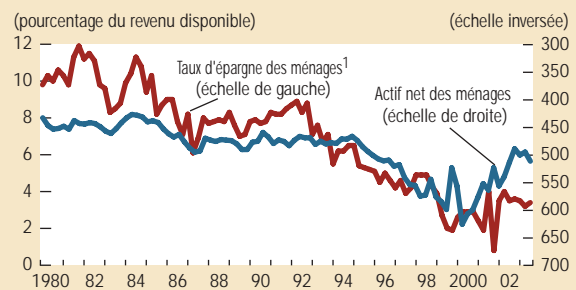
Étant donné les pertes financières dues à l'éclatement de la bulle boursière, on aurait pu penser que l'augmentation de l'épargne des ménages serait plus nette en raison de l'étroite relation inverse entre ces deux variables. Toutefois, comme le montre Faulkner-MacDonagh (2003), l'effet sur la consommation a été atténué par une modification du portefeuille financier des ménages. Faulkner-MacDonagh a constaté que le lien empirique est beaucoup plus solide entre la consommation et des formes plus liquides de richesse qu'entre la consommation et les actions. Par conséquent, tandis que la diminution de la richesse s'est concentrée sur les actions, la hausse d'autres formes de richesse — obligations et espèces — depuis quelques années a contribué à atténuer les effets de la baisse de la bourse sur les dépenses de consommation.

En outre, l'étude de Faulkner-MacDonagh semble indiquer que le taux d'épargne des ménages a plus ou moins suivi l'évolution de leurs revenus et de leur richesse jusqu'à présent. Sur la base de données sur les ménages pour la mi-2003, l'auteur prévoit un taux d'épargne voisin de 4 1/2 %, soit un taux légèrement plus élevé que le taux effectif, estimé à 3 1/4 % à l'époque. Toutefois, cette faible différence ne porte pas à croire qu'un ajustement ne pourrait être opéré de manière progressive. Cela dit, la

Graphique 1

Épargne en baisse

L'actif net des ménages américains augmente, leur épargne diminue.



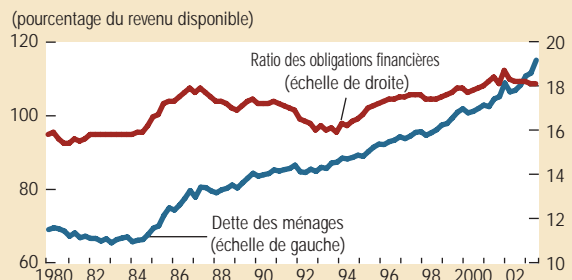
Sources : Bureau of Economic Analysis; Banque fédérale de réserve; calculs des services du FMI.

¹ Avant les révisions exhaustives de 2003.

Graphique 2

Hausse de la dette des ménages

Bien que la dette des ménages américains soit en hausse, le ratio des paiements du service de la dette et autres obligations financières au revenu disponible n'a guère augmenté.



Sources : Banque fédérale de réserve; calculs des services du FMI.

révision complète des comptes nationaux s'est traduite depuis par un ajustement à la baisse du taux d'épargne, ramené à 2¼ %, d'où des craintes quant à l'ampleur d'une éventuelle remontée. (Lorsque cet article a été mis sous presse, début 2004, il était impossible d'actualiser la prévision du modèle, car on ne disposait pas des révisions de certaines variables fondamentales.)

D'après certains analystes, l'épargne des ménages américains devrait progresser pour réduire les déséquilibres mondiaux des transactions courantes et préparer le départ à la retraite de la génération du baby-boom. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse du taux d'épargne national réduirait le déficit courant des États-Unis et leur besoin de capitaux étrangers. Cependant, si ce taux semble relativement faible dans une perspective internationale, il s'explique peut-être par l'efficacité des marchés financiers américains et de l'emploi des capitaux par les entreprises locales. Ainsi, selon une étude effectuée par le McKinsey Global Institute en 1996, le faible taux d'épargne des ménages est en phase avec le rendement relativement élevé de l'investissement aux États-Unis.

Le Congressional Budget Office aboutit à des conclusions similaires dans un rapport sur les perspectives de retraite de la génération du baby-boom publié en 2003. D'après ce rapport, en moyenne, les futurs retraités disposent aujourd'hui d'un revenu et d'un patrimoine plus élevés que les générations précédentes et accumulent la richesse à peu près au même rythme, ce qui tend à démontrer que la plupart auront aussi un revenu de retraite plus élevé. Cependant, le rapport met en garde que de nombreux ménages à faible revenu n'ont peut-être pas acquis suffisamment d'actifs en prévision de leur retraite et restent donc tributaires des prestations du système de sécurité sociale.

L'immobilier : la prochaine bulle des prix ?

Tandis que les cours boursiers baissaient ces dernières années, la vigueur du marché immobilier américain a été un des moteurs des dépenses de consommation. Ce marché a souvent été comparé à celui du Royaume-Uni, de l'Espagne et de l'Australie, dont on pensait aussi que la flambée n'était pas justifiée par les données économiques fondamentales. Étant donné qu'une forte correction des prix de l'immobilier peut avoir des répercussions sur la richesse et la consommation des ménages — et plus généralement sur la croissance et la stabilité financière —, il est important d'examiner de plus près les perspectives du marché immobilier aux États-Unis.

Le taux annuel d'augmentation du prix médian des maisons est passé de 4½ % environ en 1995 à 6 % en 2002, et même davantage dans de nombreuses agglomérations. Ainsi, en termes réels, les prix des maisons ont dépassé leur tendance à long terme, après une reprise prolongée consécutive au dernier ralentissement à la fin des années 80.

Cette évolution s'explique en partie par une demande croissante de logements de meilleure qualité. L'indice des prix des nouvelles maisons corrigé en fonction de la qualité (taille, aménagement, équipement) a progressé beaucoup plus lentement; il a à peine dépassé sa moyenne à long terme en 2002 (graphique 3). L'écart croissant entre les indices des prix moyens et médians semble également indiquer que les augmentations de

ces dernières années se sont généralement concentrées sur le segment de haut de gamme.

La situation du marché est plus contrastée au niveau régional. D'un côté, les hausses récentes de la valeur réelle des maisons existantes dans le Sud et le Midwest constituent la première amélioration durable depuis plus de vingt ans. À l'autre extrême, les prix dans l'Ouest et le Nord-Est — en particulier dans les grandes villes — ont fluctué beaucoup plus depuis plusieurs dizaines d'années, parallèlement aux cycles d'expansion et de récession des technologies de l'information et de l'énergie.

La tendance à la hausse des prix de l'immobilier s'explique par plusieurs facteurs, dont bon nombre sont liés à la bonne santé de l'économie américaine à la fin des années 90 :

- Le prix des maisons ne semble pas particulièrement disproportionné par rapport au revenu disponible (graphique 4). De plus, à la faveur de la baisse des taux hypothécaires, les propriétaires ont réduit le montant de

leurs remboursements en refinançant leur emprunt, ou ont acquis des logements plus coûteux en conservant les mêmes mensualités.

- Il est possible que l'appréciation du patrimoine des ménages depuis le début des années 90 ait fini par se répercuter sur le marché du logement, et que la révision en baisse des anticipations de plus-values boursières rapides et durables ait convaincu les investisseurs de rééquilibrer leur portefeuille en faveur de l'immobilier.

- Le taux d'accession à la propriété a nettement augmenté chez les trentenaires; l'arrivée à l'âge adulte des dernières cohortes de la génération du baby-boom a peut-être eu un effet prononcé sur le marché du logement. En outre, une baisse de la taille moyenne des ménages et une hausse de l'immigration ont peut-être aussi stimulé la demande.

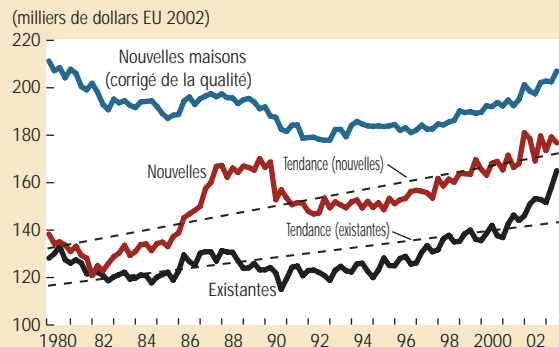
- L'utilisation croissante de titres représentatifs de créances hypothécaires a accru notablement l'efficacité du marché hy-

«Le patrimoine des ménages américains reste solide.»

Graphique 3

L'accent est mis sur la qualité

Les hausses de prix sont plus ou moins conformes à leur tendance à long terme, et l'indice des prix corrigés de la qualité est proche de sa moyenne à long terme.



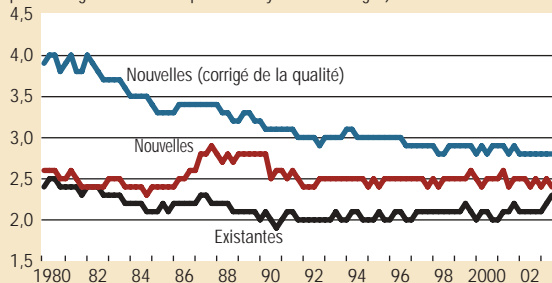
Sources : Bureau du recensement américain; Ministère américain du logement et du développement urbain; Association nationale des agents immobiliers.

Graphique 4

Évolution parallèle

Le ratio prix des maisons/revenu est relativement stable et a même diminué s'il est corrigé en fonction de la qualité.

(ratio prix des maisons/revenu : prix médians des maisons en pourcentage du revenu disponible moyen des ménages)



Sources : Bureau du recensement américain; Ministère américain du logement et du développement urbain; Association nationale des agents immobiliers; calculs des services du FMI.

pothécaire américain, en réduisant le coût des demandes de prêts hypothécaires et en facilitant l'accès des ménages à faible revenu au crédit hypothécaire.

Le prix des maisons reste préoccupant

Malgré la solidité des données fondamentales, le prix des maisons continue d'être préoccupant. Premièrement, si la croissance de la productivité et des revenus du travail se révèle inférieure aux prévisions, le poids de la dette hypothécaire diminuera plus lentement que ne le prévoient peut-être les ménages, ce qui pourrait infléchir la situation du marché.

Deuxièmement, une hausse des taux d'intérêt pourrait peser sur la capacité des ménages d'assurer le service de leur dette et ralentir la demande de logements. Ce risque est néanmoins atténué par une baisse de la proportion des prêts à taux révisable, qui est tombée à moins de 20 % des contrats récemment signés (contre 30 % dans les années 80) et par la vague de refinancements qui a contribué à allonger l'échéance moyenne des créances existantes.

Enfin, certains voient dans l'écart croissant entre les prix d'achat et les loyers un signe d'une baisse prochaine des prix, de la même façon que le cours des actions avait réagi à l'augmentation des ratios cours/bénéfices. Par exemple, d'après une étude effectuée en 2003 par John Krainer pour la Banque fédérale de réserve de San Francisco, le ratio prix d'achat/loyer est actuellement supérieur de 10 à 15 % à sa moyenne à long terme. Krainer montre cependant que ce ratio pourrait revenir à son niveau moyen si les loyers continuaient d'augmenter selon leur tendance à long terme et si les prix d'achat restaient inchangés pendant deux ou trois ans, ce qui ne serait pas inhabituel pour un marché immobilier anémique.

Qu'est-ce que cela signifie pour les prix des maisons? Plusieurs études récentes ont écarté la possibilité d'une bulle immobilière à l'échelle du pays (Kaufman and Mühleisen, 2003; Case and Shiller, 2003). Elles ont conclu que les prix sont plus ou moins conformes à l'augmentation du revenu des ménages dans la plupart des régions, même si chacune identifie un groupe (différent) de villes où les prix sont excessifs par rapport

aux données économiques fondamentales. Au total, seulement une vingtaine de grandes agglomérations sur 250 ont été recensées comme ayant des prix excessifs dans plus d'une étude. Cependant, comme ces 20 agglomérations comprennent les plus grandes du pays, elles pourraient représenter une part plus importante du marché national que ne l'indique leur nombre.

Les résultats empiriques présentés par Kaufman et Mühleisen montrent également que, dans l'ensemble, les prix des maisons sont conformes aux données économiques fondamentales, en particulier dans le Midwest et le Sud. Dans le Nord-Est et l'Ouest, les prix des maisons sont supérieurs de 15 à 20 % environ aux niveaux prévus sur la base de la situation économique actuelle. Malgré tout, la détérioration du marché du travail dans certaines régions (la Silicon Valley, par exemple) a eu jusqu'à présent un effet limité sur la hausse des prix du logement, ce qui tend à démontrer que seul un net recul de l'emploi ou des revenus pourrait entraîner une baisse prononcée et générale.

Pas trop disproportionnés

La faiblesse du taux d'épargne des ménages américains s'explique, dans une large mesure, par la hausse sensible des revenus et de la richesse au cours des dix dernières années. Les ménages pourraient néanmoins être contraints de freiner quelque peu leurs dépenses pour combler l'écart apparent entre leur taux d'épargne et les données économiques fondamentales. D'autre part, on peut se demander si la nette tendance à la hausse de l'endettement privé peut se poursuivre si les taux d'intérêt deviennent moins favorables. Cela étant, le compte de patrimoine des ménages américains reste solide, notamment grâce à la reprise du marché boursier depuis le milieu de 2003, et il semble que les ménages aient utilisé le refinancement de leur emprunt hypothécaire en partie pour se protéger contre d'éventuelles hausses des taux d'intérêt. Enfin, si les ménages sont davantage exposés aux risques du marché immobilier et si les grands marchés urbains présentent des risques de surchauffe, les prix des logements ne semblent pas disproportionnés par rapport aux données macroéconomiques fondamentales au point d'empêcher un retour ordonné à une situation d'équilibre. ■

Chris Faulkner-MacDonagh est économiste et Martin Mühleisen Chef de division adjoint au Département Hémisphère occidental du FMI.

Bibliographie :

Case, Karl E., and Robert J. Shiller, 2003, "Is There a Bubble in the Housing Market? An Analysis," paper prepared for the Brookings Panel on Economic Activity. Disponible sur Internet : <http://www.brookings.edu>.

Congressional Budget Office, 2003, Baby Boomers' Retirement Prospects: An Overview (Washington: U.S. Government Printing Office).

Faulkner-MacDonagh, Chris, 2003, "U.S. Household Saving: Long-Run Determinants and Short-Term Risks," in United States: Selected Issues, IMF Staff Country Report No. 03/245 (Washington: International Monetary Fund).

Kaufman, Martin, and Martin Mühleisen, 2003, "Are U.S. House Prices Overvalued?" in United States: Selected Issues, IMF Staff Country Report No. 03/245 (Washington: International Monetary Fund).

Krainer, John, 2003, House Price Bubbles, FRBSF Economic Letter No. 2003-06 (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco).

McKinsey Global Institute, 1996, "Why the U.S. Leads and Why It Matters," *Global Institute Anthology* (June), p. 111-27.