



Les riches et la Grande récession

Il est sans doute simpliste d'expliquer les à-coups de l'économie américaine par le comportement des classes moyennes

Bas Bakker et Joshua Felman

LE DISCOURS habituel sur la Grande récession qui a démarré aux États-Unis en 2007 tourne autour de l'emballement, puis de la chute, des prix du logement, et des effets induits sur les dépenses de la classe moyenne dont le patrimoine est pour l'essentiel de nature immobilière.

Le rôle des riches dans l'envolée et l'effondrement de la consommation a été jugé négligeable, sinon nul. La classe aisée intervient,

mais seulement comme source d'«épargne excédentaire» (Kumhof, Rancière et Winant, 2013). Selon cette explication, la formidable hausse des revenus des riches amorcée dans les années 80 les a conduits à prêter leur épargne supplémentaire à une classe moyenne en difficulté, qui s'en est servie pour consommer encore plus et spéculer dans l'immobilier (Rajan, 2010).

Tout allait bien au début, le boom de l'immobilier ayant stimulé une expansion alimentée par le BTP. Mais en 2007, la musique s'est arrêtée. Surendettée, la classe moyenne n'achetait plus de logements, provoquant un effondrement des prix si brutal que de nombreux propriétaires se sont retrouvés avec une maison valant moins que leur prêt hypothécaire. Certains n'ont pas pu le rembourser. D'autres ont vite augmenté leur taux d'épargne pour pouvoir honorer leurs dettes (Mian et Sufi, 2014), freinant du même coup leur consommation. Résultat : une profonde récession.

Mais le discours habituel est incomplet. Outre l'immobilier, la gravité de la Grande récession s'explique aussi par la diminution du patrimoine financier. De plus, les riches n'étaient pas de simples spectateurs passifs; ils ont participé activement au cycle de consommation. En fait, compte tenu de la taille de leurs avoirs, les fluctuations des dépenses des riches ont probablement été un moteur essentiel du processus d'expansion-récession (Bakker et Felman, 2014).

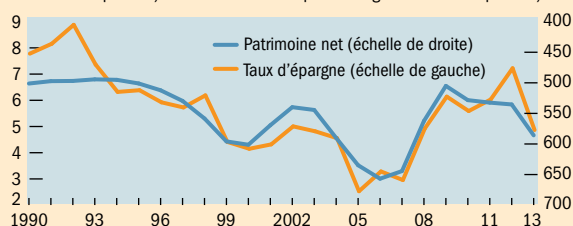
Les effets de patrimoine ont joué un rôle décisif dans la chute du taux d'épargne des ménages avant la crise, puis dans son rebond

Graphique 1

Évolution de l'épargne

Les taux d'épargne suivent les fluctuations du patrimoine net des ménages. Lorsque le patrimoine net a augmenté, les taux d'épargne ont diminué aux États-Unis.

(taux d'épargne, en pourcentage du revenu disponible) (patrimoine net des ménages, en pourcentage du revenu disponible)



Source : Bakker et Felman (2014).

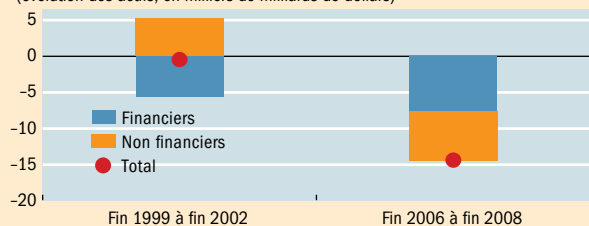
Note : L'échelle de droite est inversée pour montrer la corrélation entre les hausses du patrimoine net des ménages et les baisses des taux d'épargne et inversement. Le revenu disponible est l'argent que les ménages peuvent dépenser ou épargner après avoir payé leurs impôts.

Graphique 2

Des situations différentes

Quand la bulle Internet a éclaté, la chute des actifs financiers aux États-Unis a été compensée par une hausse des actifs non financiers, principalement immobiliers. Pendant la crise financière mondiale, les deux types d'actifs ont plongé.

(évolution des actifs, en milliers de milliards de dollars)



Source : Bakker et Felman (2014).

(graphique 1). Les prix des actifs ayant grimpé durant les années fastes, les ménages se sont sentis plus riches, ont dépensé plus et épargné moins. Quand les prix ont plongé durant la crise, les effets de patrimoine se sont inversés et la consommation a chuté (Case, Quigley et Shiller, 2011).

Pour Mian et Sufi (2014), la fluctuation des prix des logements a eu un effet particulièrement important, car l'acquisition de biens immobiliers, à la différence des actifs financiers, est financée en grande partie par l'emprunt. De ce fait, la baisse des prix de l'immobilier a provoqué des difficultés financières qui ont contraint les ménages à comprimer leurs dépenses. Selon eux, cette dynamique explique que la Grande récession ait été beaucoup plus grave que l'éclatement de la bulle Internet (l'effondrement des cours en 2000 suite à trois années d'essor tiré par les entreprises du secteur Internet), même si les pertes boursières ont été comparables aux pertes immobilières quelques années plus tard.

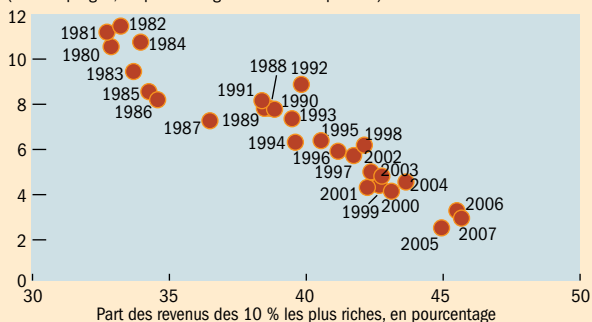
L'explication pourrait toutefois être bien plus simple. La bulle Internet a été atténuée par une hausse des actifs *non financiers* (essentiellement les logements), tandis que l'effondrement du marché immobilier a été *exacerbé* par une chute des actifs

Graphique 3

Les riches dépensent beaucoup

Les taux d'épargne ont diminué à mesure que la part des revenus des riches a augmenté pendant les trente années qui ont précédé la Grande récession.

(taux d'épargne, en pourcentage du revenu disponible)



Source : Bakker et Felman (2014).

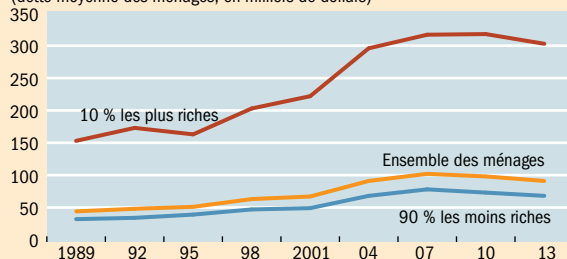
Note : Le revenu disponible est l'argent que les ménages peuvent dépenser ou épargner après avoir payé leurs impôts.

Graphique 4

Les pauvres empruntent, mais les riches aussi

Le volume des emprunts des ménages riches aux États-Unis a augmenté aussi vite que celui de la classe moyenne durant les années qui ont précédé la crise mondiale.

(dette moyenne des ménages, en milliers de dollars)



Source : Bakker et Felman (2014).

financiers (graphique 2). Concrètement, les actifs financiers ont représenté 8.000 milliards de dollars sur les 13.000 de richesse perdue entre les points maximums et minimums. Autrement dit, c'est en partie parce que les pertes de richesse *globales* ont été bien plus importantes que la consommation a reculé beaucoup plus pendant la Grande récession que pendant la bulle Internet.

Le taux d'épargne des riches

Pourquoi le taux d'épargne global des ménages a-t-il faibli durant les années ayant précédé la crise, alors même que la répartition des revenus profitait davantage aux riches, censés épargner davantage? L'explication habituelle est que l'épargne a baissé bien plus dans la classe moyenne qu'elle n'a augmenté chez les riches. Il n'existe pas de données agrégées sur l'épargne par classe de revenus. Néanmoins, cette explication est peu vraisemblable.

Si les riches ont beaucoup épargné avant la crise, il est difficile de comprendre pourquoi la corrélation entre la répartition des revenus et l'épargne sur les trente dernières années a été fortement *négative* : plus la part de revenus des riches est grande, moins l'épargne globale est élevée (graphique 3). D'autre part, juste avant la crise, l'endettement des riches avait progressé en réalité aussi vite que celui de la classe moyenne (graphique 4). On peut donc penser que le taux d'épargne des riches devait décliner.

Mais pourquoi les riches auraient-ils réduit leur taux d'épargne alors que leurs revenus augmentaient rapidement? Parce que leur patrimoine avait fait un bond. Le ratio patrimoine/revenus des 10 % les plus riches a grimpé de 721 % en 1994 à 912 % en 2007. Chez les 90 % restants, ce ratio n'a progressé que modérément, de 373 % à 404 % pendant la même période (graphique 5). La hausse de leurs revenus a peut-être encouragé les riches à épargner davantage, mais ce phénomène a été plus que compensé par la croissance encore plus rapide de leur patrimoine, qui les a incités à dépenser plus, d'où un taux d'épargne global inférieur par rapport aux revenus.

Si le taux d'épargne des riches a évolué comme celui de la classe moyenne, alors les riches ont dû jouer un rôle déterminant dans le boom de la consommation puis dans sa chute. Après tout, ils ont représenté l'essentiel des gains de revenus et de patrimoine durant cette période (graphique 6).

Pour le démontrer de façon empirique, nous avons estimé un modèle de consommation qui relie la consommation des ménages

1) aux revenus des 10 % les plus riches, 2) aux revenus des 90 % les moins riches et 3) au patrimoine global des ménages. D'après nos estimations, la classe moyenne consomme 95 % de son complément de revenu, contre 65 % seulement pour les riches. Il semble donc que les riches épargnent beaucoup plus. Mais les riches possèdent aussi plus de biens. Selon nos estimations, la propension marginale à consommer son patrimoine est de 2,2 %, ce qui signifie que pour chaque dollar supplémentaire de patrimoine, la consommation va augmenter de 2,2 cents. Cela peut sembler peu, mais la taille du patrimoine des 10 % les plus riches est telle (50.000 milliards de dollars) que l'impact sur la consommation est considérable.

Nous avons ensuite utilisé le modèle pour calculer le rôle des riches comme moteur de la consommation. A priori, il devrait être important, car les gains de revenus et de patrimoine ont été très supérieurs à ceux de la classe moyenne.

Une bonne part du ralentissement de la consommation entre 2006 et 2009 tenait à la chute de la consommation des riches.

De fait, les résultats du modèle sont frappants. Les 10 % les plus riches ont représenté l'essentiel de la croissance totale de la consommation. Entre 2003 et 2013, environ 71 % de la hausse de la consommation leur était imputable. Une bonne part du ralentissement de la consommation entre 2006 et 2009 résultait

Une bonne part du ralentissement de la consommation entre 2006 et 2009 tenait à la chute de la consommation des riches.

d'une chute de la consommation des riches. Les riches ont aussi joué un rôle majeur dans le redressement ultérieur, le rebond de leur patrimoine ayant encouragé une reprise de la consommation (certes faible, car la croissance des revenus et les ratios patrimoine/revenus n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant la crise).

De nombreux acteurs

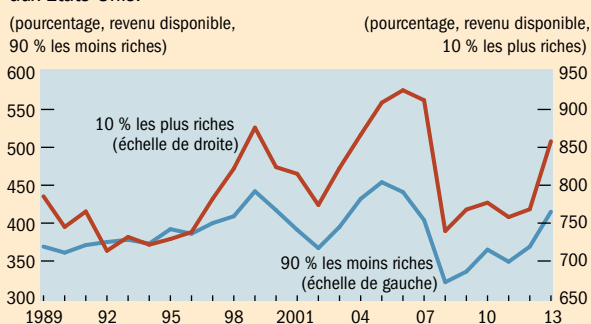
Nos résultats ne sont pas catégoriques, faute de données fermes sur le comportement de dépense des riches (et de la classe moyenne, au demeurant). Mais les éléments dont on dispose semblent indiquer que le discours traditionnel sur la Grande récession doit être rectifié. L'immobilier est intervenu, mais les actifs financiers aussi : ils ont en réalité représenté l'essentiel de la perte de richesse. La classe moyenne a joué un rôle, mais les riches aussi. De fait, le gros des fluctuations de la consommation totale pendant la crise s'explique surtout par les riches. Ces constats n'ont pas simplement un intérêt historique. Ils ont des implications importantes pour l'avenir. Les riches représentent aujourd'hui un tel pourcentage des revenus — et leur patrimoine est tel — que les fluctuations de leurs biens pourraient plus que jamais bouleverser l'économie. ■

Bas Bakker est Conseiller au Département Europe du FMI et Joshua Felman est Sous-directeur au Département des études du FMI.

Graphique 5

Poussée du patrimoine

Le patrimoine en pourcentage des revenus est monté en flèche entre 1994 et 2007 pour les 10 % de ménages les plus riches aux États-Unis.



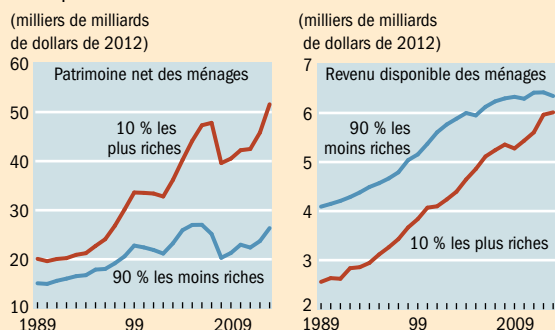
Source : Bakker et Felman (2014).

Note : Le revenu disponible est l'argent que les ménages peuvent dépenser ou épargner après avoir payé leurs impôts.

Graphique 6

Augmentation des revenus et du patrimoine des riches

Les riches ont représenté l'essentiel des gains de revenus et de patrimoine aux États-Unis entre 1989 et 2013.



Source : Bakker et Felman (2014).

Note : Le revenu disponible est l'argent que les ménages peuvent dépenser ou épargner après avoir payé leurs impôts.

Bibliographie :

Bakker, Bas B., and Joshua Felman, 2014, "The Rich and the Great Recession," IMF Working Paper 14/225 (Washington: International Monetary Fund).

Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert Shiller, 2011, "Wealth Effects Revisited, 1978–2009," Cowles Foundation Discussion Paper No. 1884 (New Haven, Connecticut: Yale University).

Kumhof, Michael, Romain Rancière, and Pablo Winant, 2013, "Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default," IMF Working Paper 13/249 (Washington: International Monetary Fund).

Mian, Atif, and Amir Sufi, 2014, House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from happening Again (Chicago: University of Chicago Press).

Rajan, Raghuram, 2010, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).