RICHES FLORES RESEARCH
Global Macro & Thematic Independent Research

4 mars 2015

Thématique

Les Américains deviennent-ils fourmis ?

Depuis le mois de novembre, la consommation des ménages américains déçoit : en progression de 3,3 % en rythme annualisé, elle ressort nettement en retrait de ce que laissait attendre le rebond de 7,7 % r.a. de leur pouvoir d'achat. C'est, en effet, à leur bas de laine qu'est allée la préférence des ménages, avec une remontée de plus d'un point de leur taux d'épargne au cours de la période. Un tel mouvement est peu coutumier des Américains, surtout en période de regain de leur confiance, et n'était guère attendu par les économistes. En d'autres termes, les gains de pouvoir d'achat escomptés de l'amélioration du marché de l'emploi et de la chute des prix du pétrole ont été généreusement alloués aux dépenses de consommation dans les prévisions pour 2015. Était-ce une erreur ?

Les arguments en faveur d'une hausse du taux d'épargne des Américains ne manquent pas : surendettement, appauvrissement, moindre accès au crédit, inquiétudes croissantes à l'égard de leurs retraites ou, tout simplement, correction d'une anomalie. Aucun de ceux-là n'est toutefois nouveau et faute d'en avoir vu les conséquences effectives sur le comportement des ménages, peut-être avons-nous sous-estimé l'éventualité que la manne pétrolière soit l'occasion de satisfaire ce besoin. Si tel était le cas, ce changement de paradigme fragiliserait assurément les perspectives de croissance. Nous revenons sur ce sujet-clé que nous avons peut-être mésestimé lors de l'élaboration de notre scénario 2015 début janvier.

Sommaire

Consommation, le compte n'y est pas p.2

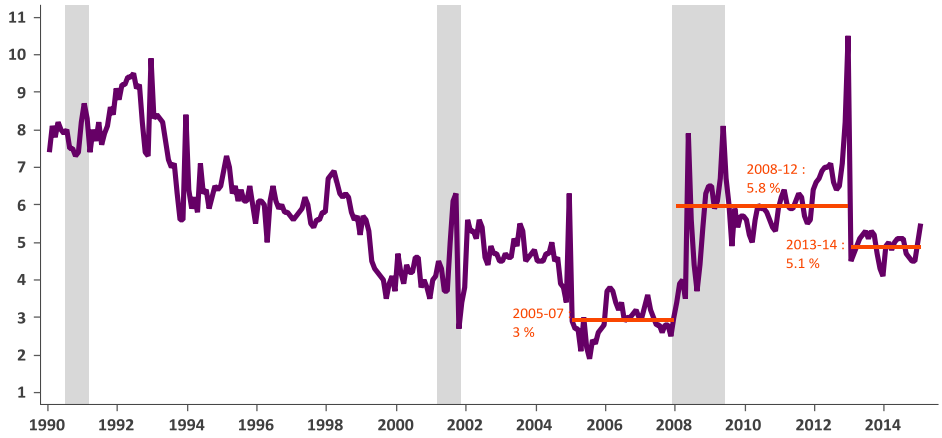
Les Américains ont-ils changé depuis la crise ? p. 4
Où en est le processus de désendettement ? p. 3
La croissance des revenus est insuffisante pour absorber l'excès de dette ? p. 6
L'épargne des ménages américains est-elle à la hauteur de leur objectif de long terme ? p. 8

Conséquences sur les perspectives d'un nouveau paradigme p. 10
Un scénario 2015 à revoir p. 10
Des perspectives 2016 en question p. 10

Consommation, le compte n'y est pas

Au lendemain de la crise de 2008, le verdict de la grande majorité des économistes convergeait vers la même évidence : après deux décennies de surendettement, la crise financière modifierait le comportement des ménages américains en faveur d'un effort d'épargne plus soutenu, cohérent avec le processus de désendettement engagé. Tel a bien été le cas dans un premier temps. Tombé sous un niveau de 3 % de leur revenu disponible brut entre 2005 et 2007, le taux d'épargne est remonté dans la région de 7 % dès 2009 pour stationner autour de ce niveau jusqu'à la fin de l'année 2012. Le mouvement s'est toutefois interrompu depuis. L'atténuation du stress financier de la double crise financière et immobilière de 2008 et les effets richesse issus de la remontée des cours des actions et des prix immobiliers, expliquent vraisemblablement cette détente. Les plus optimistes y ont vu le signe d'une normalisation de la situation économique, de la fin du *deleveraging* et du début d'un nouveau cycle d'endettement ; en somme l'illustration que l'économie américaine avait tourné la page de la crise financière. Tel n'était naturellement pas le cas mais, dans un contexte de faible croissance du pouvoir d'achat, le repli de quelques deux points du taux d'épargne a néanmoins permis de maintenir la croissance de la consommation à flot depuis le début de l'année 2013.

Taux d'épargne des ménages américains, en % de leur revenu disponible



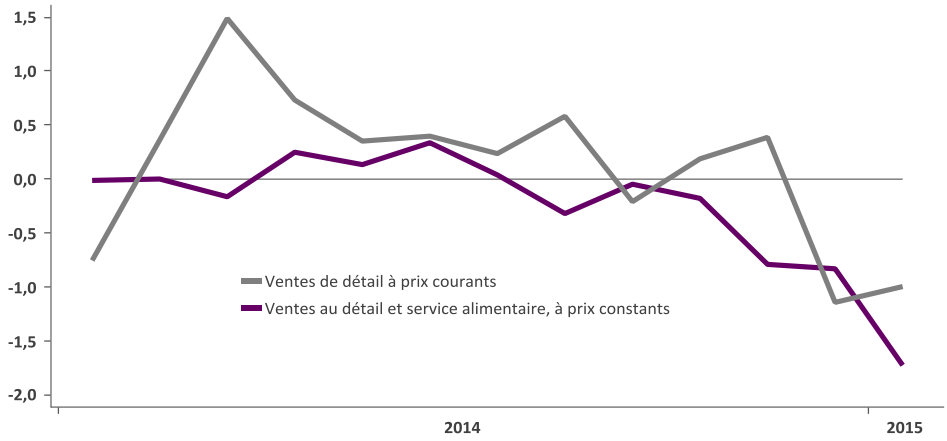
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'attention portée au comportement d'épargne des ménages américains est de fait retombée ces deux dernières années : à moins de 5 %, la marge de baisse du taux d'épargne était trop insignifiante pour représenter un support additionnel notable aux perspectives de consommation, quand, à l'opposé, l'amélioration des perspectives et une plus grande confiance retrouvée des consommateurs incitaient à mettre à l'écart le risque d'une remontée du taux d'épargne susceptible d'entraver la croissance.

Cette dernière conclusion était-elle erronée ? La question ne manque pas de se poser au vu des derniers développements. Car malgré les très bons résultats observés sur le front de l'emploi et des revenus depuis l'été 2014, le compte n'y

est pas, notamment ces tout derniers mois. La croissance de la demande domestique déçoit en effet, les gains de pouvoir d'achat issus de la chute de la facture énergétique depuis l'automne ne trouvant que partiellement leur contrepartie dans les statistiques de consommation. Au moment où l'on s'y attendait le moins, le taux d'épargne est donc remonté.

Croissance mensuelle des ventes de détail, en %

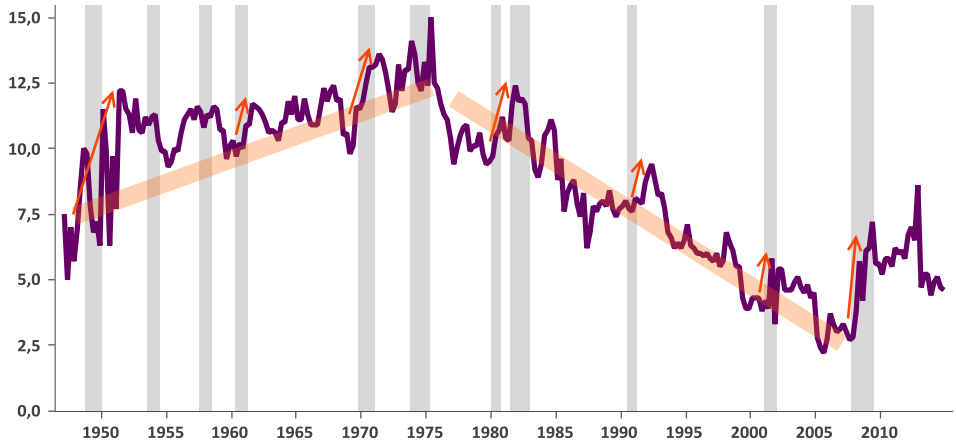


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les Américains ont-ils changé depuis la crise ?

Au cours des trente années avant la crise de 2008, le comportement des ménages américains était assez systématique, répondant surtout aux développements cycliques de la conjoncture : le taux d'épargne montait pendant les récessions et baissait durant les phases de croissance. Tel n'a cependant pas été le cas sur le plus long terme et l'on peut noter que, si le taux d'épargne a systématiquement progressé au cours des récessions plus lointaines, la tendance inter cyclique sous-jacente du début des années cinquante au milieu des années soixante-dix était bien celle d'une remontée persistante du taux d'épargne. Le comportement des ménages au cours du cycle est donc à considérer avec prudence. Une remontée structurelle du taux d'épargne aurait des conséquences majeures sur les perspectives économiques et financières des États-Unis pour les prochaines années. Est-elle envisageable ?

Taux d'épargne des ménages américains sur le long terme, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La réponse à cette question dépend au moins de deux critères.

1- L'avancée du processus de désendettement,

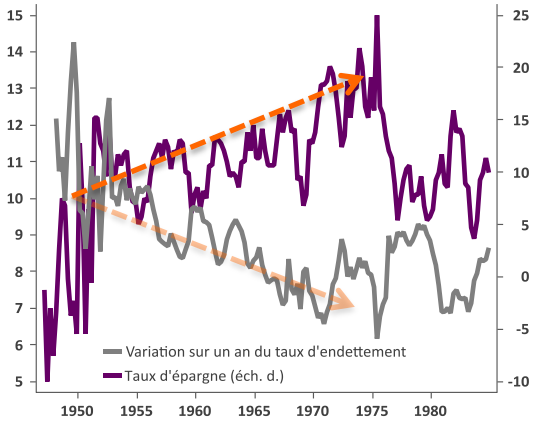
2- La satisfaction des ménages eu égard à leur objectif d'épargne à long terme.

Revenons sur chacun de ces points.

Où en est le processus de désendettement ?

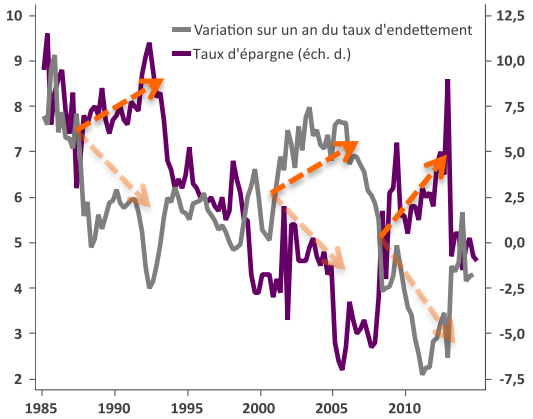
Le cycle d'épargne étant très largement, et comptablement, le miroir de celui de la dette, l'appréciation portée sur le processus de désendettement de ces dernières années joue un rôle essentiel sur l'anticipation du comportement tendanciel de l'épargne. En d'autres termes, soit le processus de *deleveraging* est effectivement derrière nous et le taux d'épargne pourra se stabiliser, voire refluer légèrement au cours du cycle présent, soit tel n'est pas encore le cas et l'épargne remontera.

Évolution du taux d'endettement et du taux d'épargne des ménages - 1947 à 1984



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

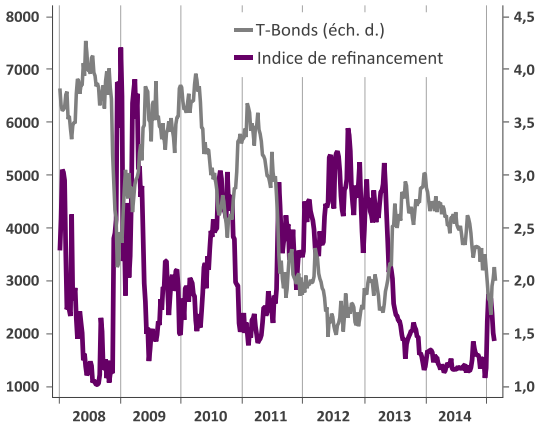
Évolution du taux d'endettement et du taux d'épargne des ménages - 1985 à 2014



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

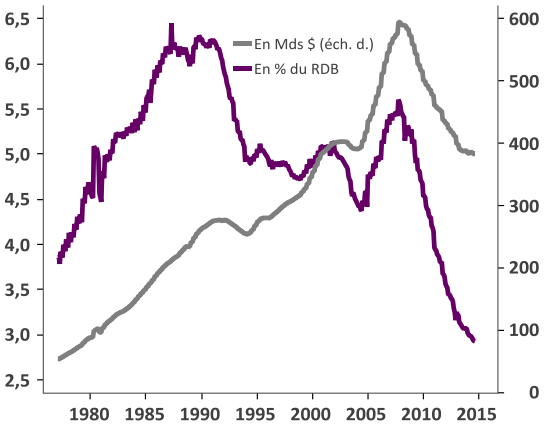
Le mouvement de désendettement s'est considérablement ralenti ces derniers trimestres : après avoir enregistré une chute de quelques 27 points entre le quatrième trimestre 2007 et la fin de l'année 2013, le taux d'endettement des ménages n'a quasiment pas bougé en 2014. L'effondrement du service de la dette suite au nombre important de saisies immobilières et aux renégociations de prêts, dans un contexte de forte baisse du niveau des taux d'intérêt, explique probablement cette pause. En rendant l'endettement plus supportable l'allègement de la charge d'intérêts a permis, en effet, de temporiser le processus de réduction de cette dernière.

Refinancement hypothécaire et taux des T-Bonds à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

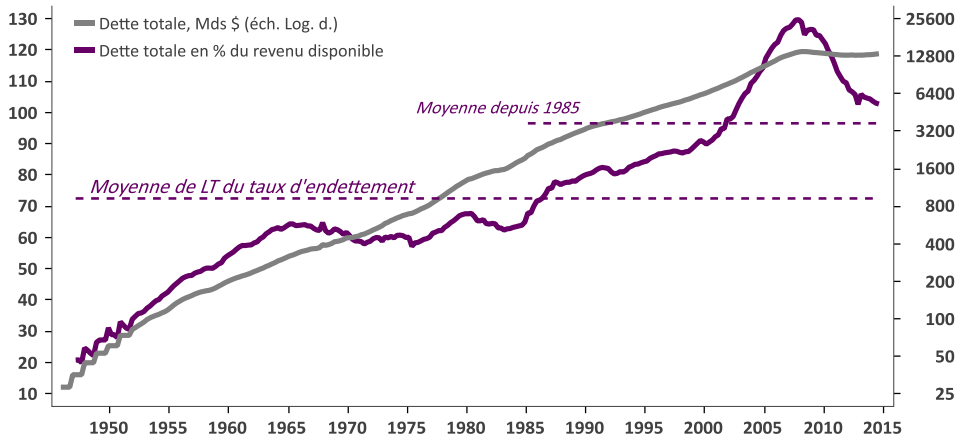
Charge d'intérêts hypothécaires des ménages américains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Peut-on, pour autant, en conclure que le chemin parcouru depuis la crise soit suffisant pour évacuer la question du surendettement ? C'est peu probable avec une dette toujours supérieure à 100 % du revenu disponible, soit encore très largement supérieure à sa moyenne de moyen-long terme et à ce que l'on peut considérer comme des standards soutenables pour le monde développé.

Endettement des ménages américains



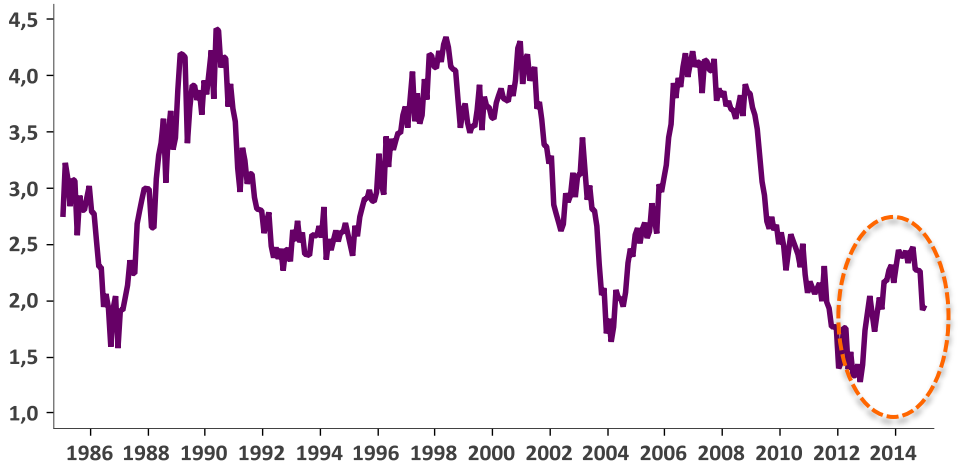
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La question n'est donc pas tant celle de la nécessité d'une baisse plus prononcée du taux d'endettement des ménages américains que celle de savoir en combien de temps se fera cet ajustement incontournable et s'il sera, ou non, facilité par une amélioration du rythme de croissance nominal des revenus ; en d'autres termes, par une accélération des salaires.

La croissance des revenus est insuffisante pour absorber l'excès de dette ?

Sur ce dernier point l'incertitude est encore importante. Malgré le reflux du taux de chômage dans la région de 5,5 % de la population active, la croissance des salaires s'est nettement ralentie ces derniers mois et les tendances à venir sont particulièrement complexes à prévoir.

Croissance annuelle du salaire horaire dans le secteur privé, en %

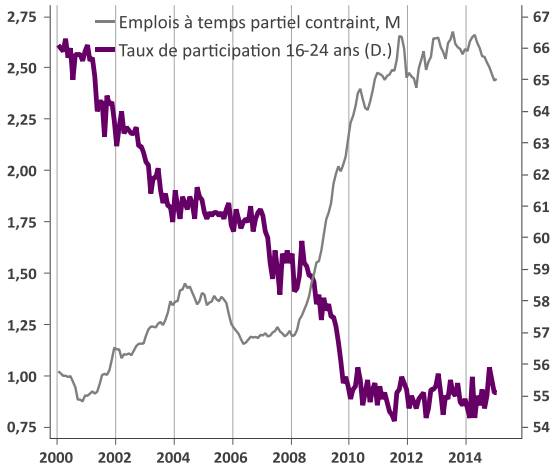


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La forte baisse du taux de participation de la population active de ces dernières années pourrait, en effet, être à l'origine d'une anomalie durable de la courbe de Phillips si, ce qui est vraisemblable, les Américains massivement sortis du marché de l'emploi par découragement durant les années les plus difficiles reviennent gonfler l'offre de travail au fur et à mesure de l'amélioration de la

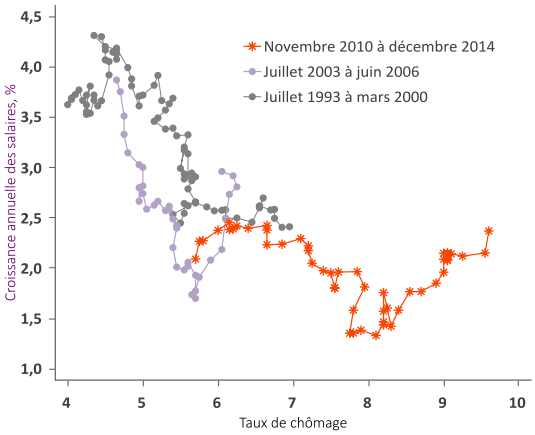
situation économique. Cet afflux de réentrants serait à même de prolonger la période de faible croissance des salaires au-delà de ce qui est traditionnellement observé en période de reprise de l'emploi, dans un contexte, qui plus est, de très faible inflation.

Temps partiel et taux de participation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

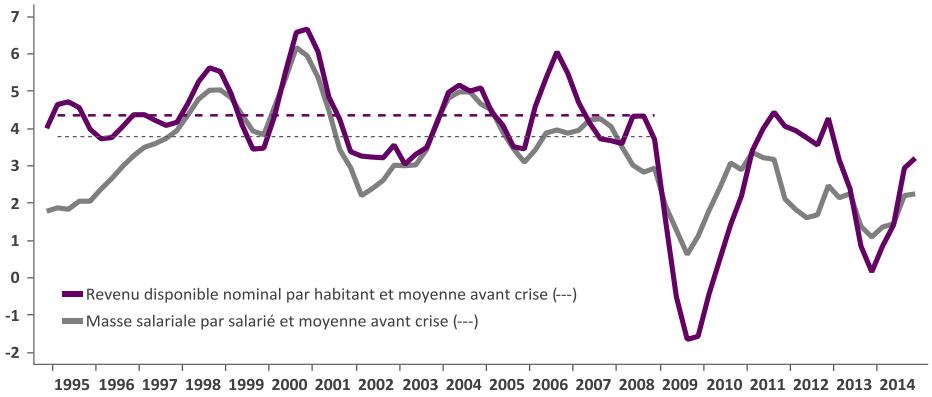
Courbe de Phillips durant les trois derniers cycles de baisse du taux de chômage



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il n'est donc pas garanti que l'embellie de la conjoncture autorise une amélioration suffisante de la croissance nominale des revenus pour un allègement spontané du taux d'endettement sans effort d'épargne supplémentaire, notamment si le niveau des taux d'intérêt venait à remonter courant 2015. Au cours des trois derniers trimestres, la croissance nominale des salaires par tête n'a pas excédé 2,2 % et celle du revenu disponible s'est établie à 3,2%, un rythme inférieur de plus d'un point à la tendance observée avant la crise de 2008, de respectivement 4,4 % et 3,8 %. La frilosité des consommateurs américains n'est-elle pas, alors, tout simplement l'expression que, face à une problématique de surendettement, la croissance nominale des revenus est plus importante que celle des revenus réels ? La question ne peut guère être évitée.

Croissance nominale du revenu disponible et de la masse salariale par tête, GA en %, MM3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'épargne des ménages américains est-elle à la hauteur de leur objectif de long terme ?

La réponse à cette question est plus complexe à formuler, ne dépendant pas de la seule analyse des tendances passées mais dans une large mesure des anticipations à moyen-long terme des ménages et d'un certain nombre de critères tant économiques que sociaux ou démographiques.

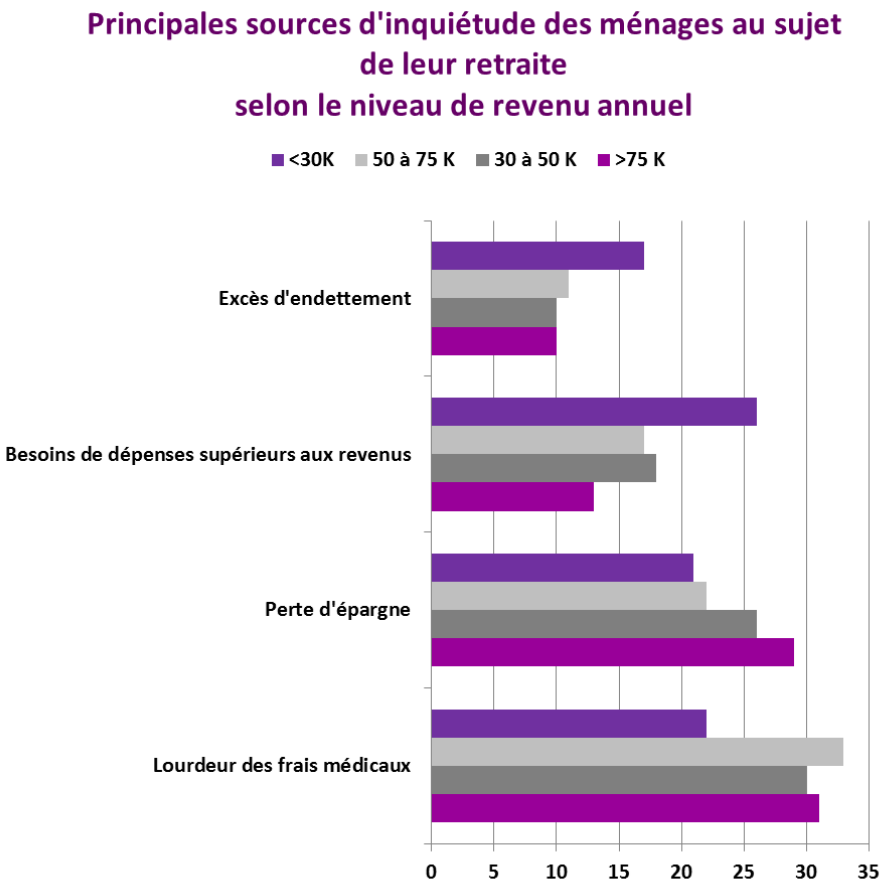
Entre le 23 et le 28 février s'est déroulée la semaine de l'épargne aux États-Unis. Née en 2007, cette initiative de la Fédération des Consommateurs et du Conseil Américain de Formation à l'Épargne est consacrée à la promotion de l'épargne, notamment auprès des ménages modestes. Cette année, les organisateurs se réjouissent : les épargnants sont en effet de plus en plus nombreux à mieux satisfaire leurs aspirations en matière patrimoniale et à envisager à pouvoir continuer à le faire (voir à ce sujet *www.americasavesweek.org*). De fait, l'enquête dénote un appétit croissant pour l'épargne au sujet de laquelle la frustration des Américains ne se dément pas. Des informations drainées auprès d'un certain nombre de ces enquêtes récentes, trois principales sources d'inquiétudes motivent cette tendance :

1- Le haut niveau d'endettement, souvent jugé excessif et que nombreux considèrent ne pas envisager de pouvoir alléger. Selon une récente enquête de *Credit card*, 13 % de l'ensemble des Américains, y compris ceux n'ayant aucun crédit, considèrent qu'ils ne rembourseront jamais leurs dettes, quand la proportion de ceux jugeant qu'ils ne pourront se débarrasser de celle-ci avant leur fin de vie aurait doublé depuis 2013, représentant aujourd'hui 18 % des sondés.

2- Leur retraite, sujet de préoccupation de plus en plus prégnant pour une proportion croissante d'Américains considérant que leurs revenus de retraités ne permettront pas de satisfaire leurs besoins futurs. L'enquête la plus récente de l'Institut National pour la Sécurité de la Retraite, le NIRS, montre à quel point le sujet monte en puissance dans son rapport « La sécurité des retraites en 2015 ». Selon ce dernier, 86 % des Américains estiment, en effet, que les États-Unis font face à une crise de leur système de retraite, 72 % que les plans de retraites assortis à un poste de travail sont aussi importants que la rémunération salariale, quand trois Américains sur quatre se disent très anxieux au sujet de leur situation de retraité.

3- À l'égard, enfin et sans surprise, de leurs frais de santé, auxquels nombreux considèrent qu'ils ne pourront faire face lorsqu'ils seront retraités.

Nous reproduisons ci-dessous un extrait des résultats sur ces questions qui ne soulèvent guère de doute quant à leur incidence possible en matière de comportement d'épargne.



Source : Bloomberg/Princeton Survey Research Associates, Bank rate

Un nouveau paradigme aux conséquences profondes sur les perspectives économiques

La probabilité d'assister à un changement de comportement structurel des ménages américains est donc bien réelle. Quelles en seraient les conséquences ?

Un diagnostic 2015 à revoir

Il y a plusieurs degrés d'implications à cette possible rupture de comportement, dont le premier est à l'évidence d'ordre conjoncturel. Au contraire du scénario que nous avons privilégié début janvier, un partage des gains de pouvoir d'achat plus favorable à l'épargne qu'à la dépense, entamerait d'autant les perspectives de consommation. A supposer, par exemple, que le taux d'épargne se stabilise à son niveau de janvier cette année, soit à 5,5 % du revenu disponible, les gains de pouvoir d'achat que nous estimons de 3,5 %, autoriseraient tout juste une croissance de la consommation réelle de 2,5 %, soit une performance identique à celle de l'année dernière ; une remontée du taux d'épargne à 6 % en moyenne, comprimerait, quant à elle, la croissance de la consommation à 1,8 %, sa plus faible augmentation depuis 2012.

On le comprend, la sensibilité des prévisions de croissance à celles du comportement d'épargne des ménages est élevée. Ceci est d'autant plus le cas, que le schéma aujourd'hui privilégié par le consensus d'une meilleure diffusion de la croissance aux différents secteurs de l'activité, notamment aux services et à l'immobilier, se trouverait largement fragilisé. Les perspectives d'investissement et celles d'emplois ne pourraient assurément plus être les mêmes que celles envisagées ces derniers temps.

Bonne nouvelle s'il en est du point de vue de la santé financière future des ménages et de l'économie américaine dans sa globalité, cette rupture du comportement d'épargne pourrait rapidement se transformer en détérioration significative des perspectives de croissance pour cette année, remettant également en cause l'anticipation d'une possible remontée des taux d'intérêt de la Fed à horizon prévisible.

Des perspectives 2016 en question

Il est loin d'être garanti que l'économie américaine pourrait se remettre d'un tel coup de frein. C'est bien là tout l'enjeu de ce sujet que nous ne pouvons éluder aujourd'hui.

Car si normalisation de l'épargne il y a, elle ne s'arrêtera pas là, notamment si les retombées de ce changement se retrouvent dans une insuffisance de l'investissement et de l'emploi. Avec un cycle déjà vieux de six ans, ce mouvement pourrait effectivement mettre un terme plus précoce que prévu à la phase de croissance en cours.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact*@richesflores.com*