

Les consommateurs américains participeront-ils à la reprise économique?

La hausse de l'épargne risque de contrebalancer les efforts de relance du gouvernement

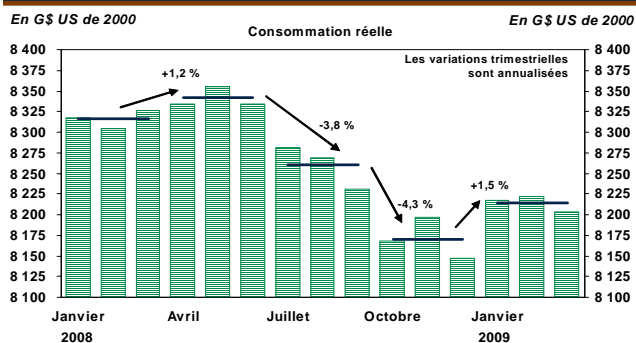
Les difficultés des ménages américains ont été, avec le secteur de l'habitation et la fragilité du secteur financier, au cœur de la récession qui est en place depuis le début de 2008. Certains indicateurs montrent que la confiance des ménages prend du mieux. Ce *Point de vue économique* démontre que plusieurs facteurs font que les consommateurs demeureront quand même prudents. En premier lieu, leur situation financière reste très fragile, notamment à cause de la baisse du prix des actifs immobiliers et financiers. Cette détérioration du bilan, en plus de la hausse importante du chômage, devrait pousser les ménages à continuer d'épargner davantage, restreignant ainsi la contribution de la consommation à la croissance économique. Dans ces circonstances, les efforts de relance de l'administration Obama qui touchent les ménages risquent d'être peu efficaces, et la reprise de l'économie sera sans doute lente.

Pour la première fois depuis le printemps 2008, la consommation réelle a connu une hausse au premier trimestre de 2009. Après des contractions de 3,8 % et de 4,3 % à rythme annualisé, la hausse de 1,5 % peut paraître surprenante (graphique 1). Ce gain sera toutefois éphémère, et il semble probable que la tendance à la baisse de la consommation reprendra de plus belle dès le second trimestre de 2009.

D'où vient ce gain? La hausse de la consommation réelle a surtout été le phénomène d'un seul mois : janvier 2009. Les dépenses réelles ont augmenté de 0,9 % durant ce mois grâce

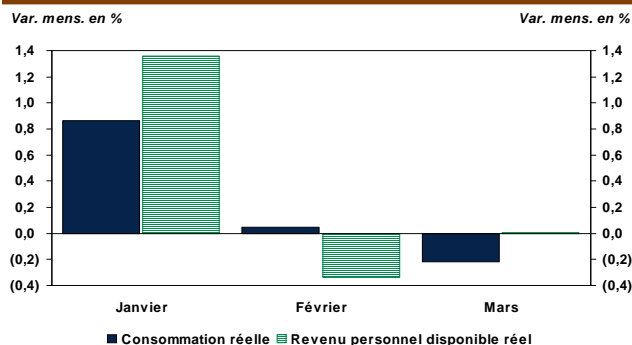
à une hausse de 1,4 % du revenu disponible réel. Celui-ci a été appuyé par des ajustements haussiers aux salaires des employés fédéraux et des militaires ainsi qu'aux transferts gouvernementaux aux particuliers. La hausse des dépenses réelles en janvier a été suivie d'une croissance bien plus faible en février, soit de seulement 0,1 %, et d'une baisse de 0,2 % en mars (graphique 2). Cela a pourtant été assez pour que la variation trimestrielle annualisée soit positive sur l'ensemble du trimestre hivernal. On s'attend toutefois à ce que le second trimestre affiche de nouveaux reculs.

Graphique 1 – Après deux trimestres de baisses, la consommation a augmenté au premier trimestre



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La hausse du revenu en début d'année a appuyé la consommation



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
François Généreux
Économiste principal

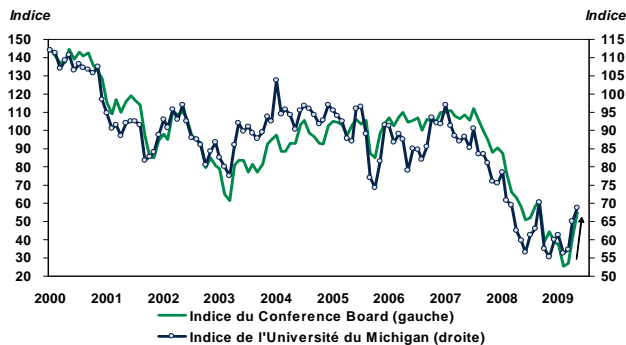
Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

DES SIGNES DE STABILISATION

Au-delà des fluctuations des dépenses de consommation au début de l'année, certains indicateurs ont récemment montré une amélioration de l'humeur des ménages. En fait, les indices de confiance des consommateurs semblent avoir connu leur creux cyclique en février alors que les marchés boursiers enregistraient encore de nombreuses séances à la baisse et que les nouvelles économiques publiées affichaient, coup sur coup, des débâcles historiques. Les plus récentes statistiques sur la confiance sont donc relativement encourageantes par rapport à ces niveaux planchers. Ainsi, l'indice de confiance du Conference Board et celui de l'Université du Michigan sont tous deux en hausse depuis le creux de février. Toutefois, le gain paraît encore faible par rapport à l'ampleur de la chute des mois précédents (graphique 3).

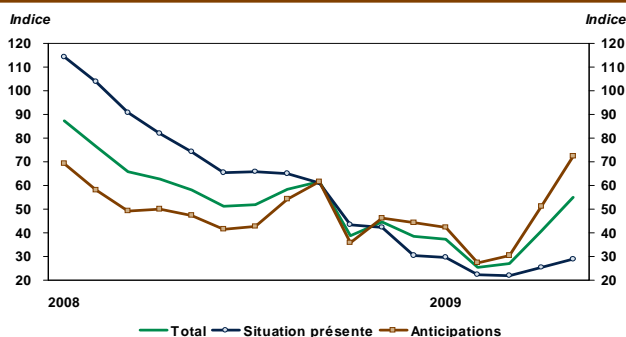
Graphique 3 – La confiance des consommateurs s'est stabilisée et s'est légèrement améliorée



Sources : Conference Board, Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

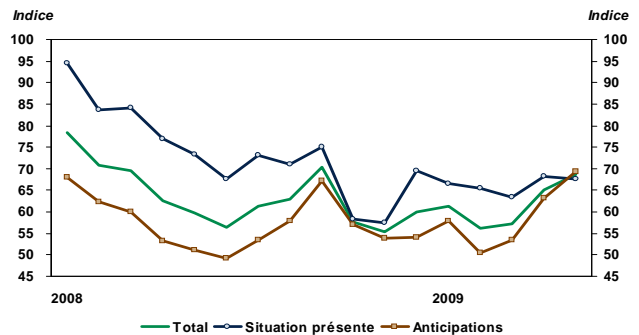
Si l'on analyse les composantes des indices de confiance, on remarque que la hausse provient essentiellement des sous-indices liés aux anticipations des ménages (graphiques 4 et 5). D'une part, les consommateurs demeurent donc très méfiants envers la situation présente, ce qui est plutôt rationnel étant donné l'incertitude économique toujours en

Graphique 4 – La hausse de l'indice du Conference Board provient surtout des anticipations des consommateurs



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

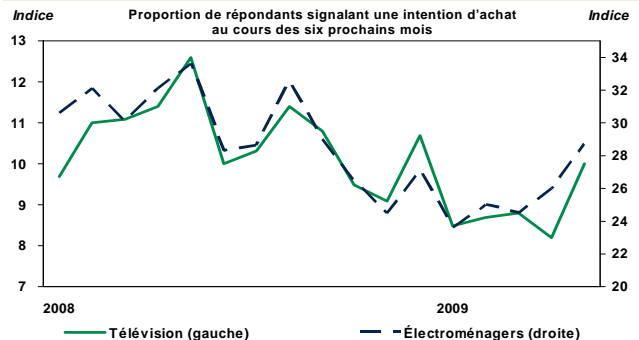
Graphique 5 – La hausse de l'indice de l'Université du Michigan provient aussi des anticipations des consommateurs



Sources : Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

place et surtout la dégradation importante du marché du travail. D'autre part, les ménages se montrent de plus en plus persuadés d'une amélioration prochaine de la situation économique. Toutefois, les niveaux demeurent bien déprimés et encore pleinement compatibles avec une poursuite de la récession. Les intentions d'achat, selon l'enquête du Conference Board, n'affichent que de légères améliorations pour les prochains mois (graphique 6), et ce, pour plusieurs

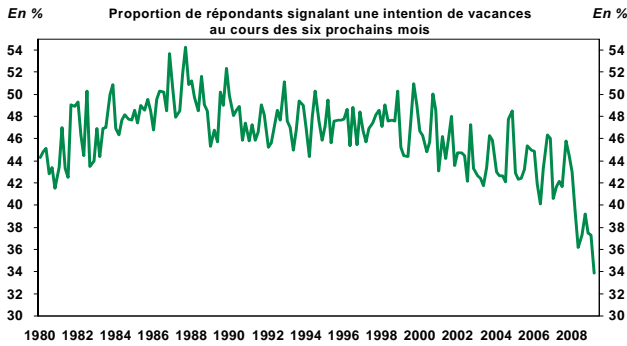
Graphique 6 – Les intentions d'achat s'améliorent, mais demeurent faibles



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

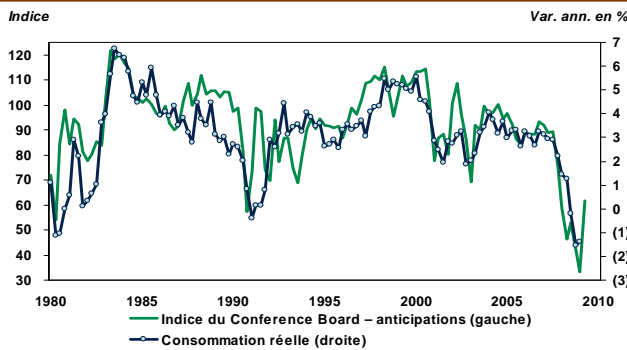
catégories de biens durables. Du côté du tourisme, les intentions de vacances, toujours pour les six prochains mois, ce qui inclut la période estivale, ont enregistré de nouveaux reculs (graphique 7), et ce, même avant que les inquiétudes liées à la pandémie de grippe porcine ne commencent à faire la manchette à la fin d'avril. Si la hausse récente des indices de confiance, une condition nécessaire à une reprise soutenue des dépenses des ménages, est bienvenue et constitue un pas dans la bonne direction, il est difficile de conclure à une remontée soutenue de la consommation (graphique 8). Il faut donc se demander ce qui retient les ménages.

Graphique 7 – Les intentions de vacances pour les six prochains mois sont très faibles



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – La confiance n'est pas assez forte pour être compatible avec une hausse soutenue de la consommation

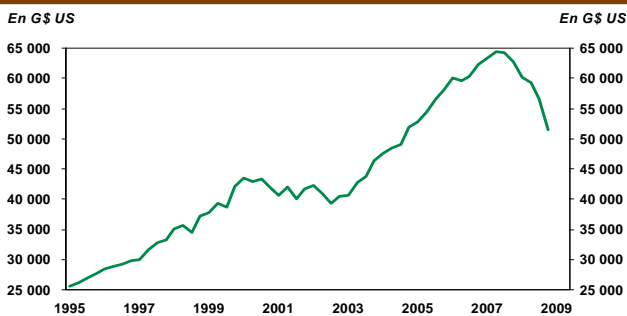


Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

LA DÉTÉRIORATION DU BILAN DES MÉNAGES AMÉRICAINS

Une des pressions qu'ont subies les ménages au cours de cette récession, c'est la forte détérioration de leur bilan financier. La valeur nette des ménages (avoirs moins les dettes) avait atteint un sommet de 64 361,7 G\$ US au printemps de 2007. À la fin de 2008, cette valeur avait fondu à 51 476,9 G\$ US (graphique 9). La chute est de 20 % : de loin la plus importante enregistrée depuis que ces statistiques sont compilées par la

Graphique 9 – La chute de la valeur nette des ménages est considérable



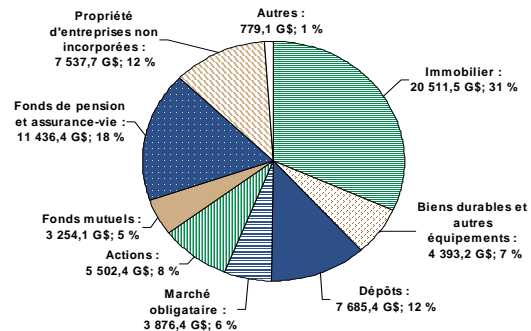
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Réserve fédérale. Au lendemain de l'éclatement de la bulle des technos, au début des années 2000, la valeur nette des ménages s'était détériorée d'au plus 9,7 %. Évidemment, la baisse continue du prix des maisons au cours des derniers trimestres et surtout la chute des marchés boursiers ont fortement contribué à la diminution de la valeur des ménages.

L'IMMOBILIER

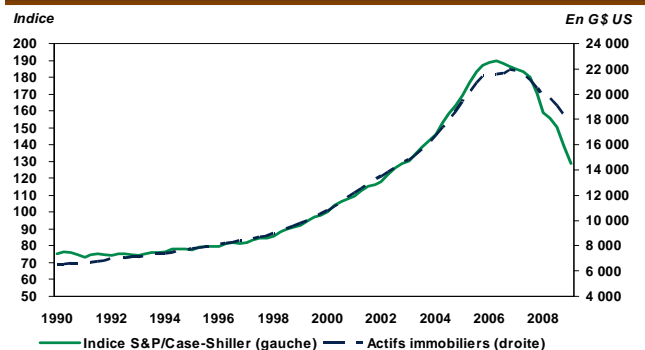
L'investissement immobilier demeure pour les Américains leur principal actif, composant près du tiers de l'avoir des ménages à la fin de 2008 (graphique 10). La débâcle du marché de l'habitation a donc porté un dur coup à la richesse des ménages. Depuis le sommet, la valeur des actifs immobiliers a diminué de 15,4 %. Ce recul demeure cependant encore plutôt modéré par rapport à d'autres indicateurs de la valeur des maisons, notamment en ce qui a trait aux indices de prix des maisons existantes. L'indice S&P/Case-Shiller affiche plutôt une baisse de 32,2 % depuis le sommet atteint à l'été 2006, et la relation entre cet indice et la valeur des ménages laisse envisager d'autres diminutions de cette dernière (graphique 11).

Graphique 10 – Composition de l'actif des ménages au quatrième trimestre de 2008



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

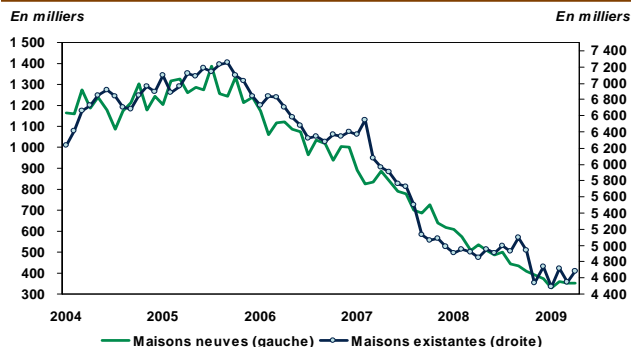
Graphique 11 – La richesse immobilière des ménages risque d'enregistrer de nouvelles baisses



Sources : Standard & Poor's, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

De plus, on peut croire que la diminution du prix des maisons n'est pas terminée. Certes, un certain plancher de l'activité dans le marché de l'habitation a probablement été atteint au tout début de l'année alors que les ventes de maisons neuves et existantes ont touché des creux cycliques (graphique 12). Toutefois, cette stabilisation se fait au détriment des prix alors que l'activité dépend de plus en plus des saisies et des ventes

Graphique 12 – Les ventes de maisons se stabilisent à un niveau extrêmement faible

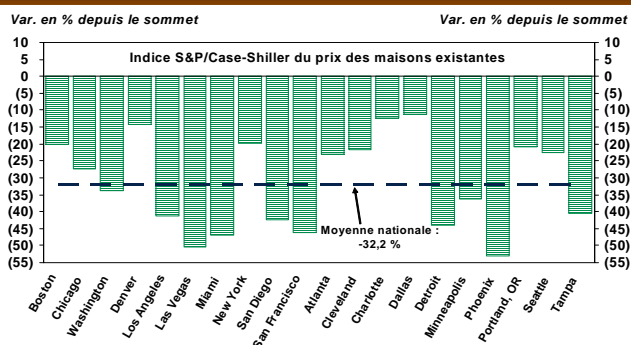


Sources : Census Bureau, National Association of Realtors et Desjardins, Études économiques

au rabais. Selon la National Association of Realtors, près de la moitié des ventes de maisons existantes effectuées en avril seraient issues de ce type de transactions, une situation qui engendre des pressions à la baisse sur les prix : normalement, les ventes au rabais impliquent des prix de 20 % sous ceux des ventes traditionnelles. Rappelons qu'au cours de 2008, 3,2 millions de maisons ont été en processus de saisie sur l'ensemble du territoire (une maison sur 54) avec des pointes dans certains États comme la Californie, le Nevada, l'Arizona, la Floride et le Michigan. C'est aussi dans ces États que l'on retrouve les régions métropolitaines avec les baisses de prix les plus prononcées (graphique 13). Les maisons en processus de saisie sont encore nombreuses jusqu'à maintenant en 2009.

Est-ce que le prix des maisons peut encore diminuer? Cela est très probable malgré que l'indice S&P/Case-Shiller soit déjà

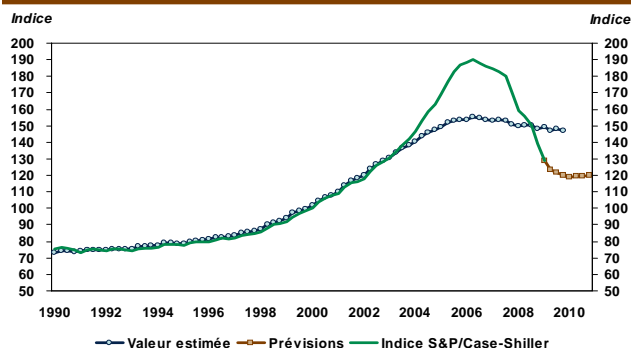
Graphique 13 – La baisse du prix des maisons est généralisée, mais certaines régions sont très durement touchées



Sources : Standard and Poor's et Desjardins, Études économiques

passé sous la valeur d'équilibre de notre modèle concernant le prix des maisons¹. Mais l'ampleur du dépassement par rapport à la valeur d'équilibre au cours de la période de bulle (2004-2008) et le peu de progrès en regard des conditions de crédit (autre que le taux d'intérêt) font que le prix risque de demeurer longtemps sous le niveau estimé par le modèle (graphique 14). D'une baisse de 32,2 % depuis le sommet de 2006, l'indice devrait passer à une chute totale d'environ 36 %. La stabilisation du prix des maisons devrait s'effectuer à partir du début de 2010, soit en même temps que la fin présumée de la récession actuelle. Dans ces circonstances, et compte tenu du retard observé entre les deux statistiques, la richesse immobilière des ménages risque de diminuer encore, soit d'environ 20 % ou près de 4 000 G\$ US.

Graphique 14 – La baisse du prix des maisons risque de se poursuivre jusqu'en 2010



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

LES PLACEMENTS FINANCIERS

Ensemble, les différents postes du bilan des ménages pouvant être catégorisés comme placements financiers représentent près de la moitié de l'actif. Parmi ces placements, certains, comme les dépôts à vue, les fonds du marché monétaire et certains placements sur le marché obligataire, fluctuent peu. Au mieux, ils servent de tampon ou de filet de sécurité quand les variations du marché boursier sont excessives.

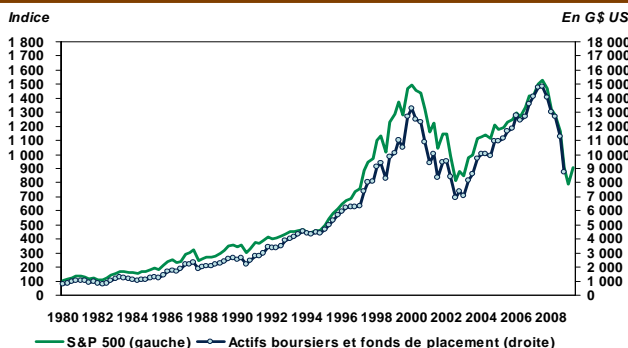
C'est de loin l'évolution de la Bourse qui amène les principales fluctuations des placements financiers. Les mouvements des indices, comme le S&P 500, expliquent grandement la variation des actifs comme, évidemment, les placements en actions, mais aussi les placements sous forme de fonds communs de placement et de certains fonds de pension. La valeur des actifs financiers des ménages a atteint un sommet de 50 495,2 G\$ US à la fin du troisième trimestre de 2007, soit au moment même où le S&P 500 a connu son plus récent record. En fait, le sommet du S&P 500 a été enregistré le 9 octobre

¹ Ce modèle est basé sur le niveau des stocks de maisons disponibles, sur la progression du revenu des ménages et sur les taux d'intérêt. Voir le *Point de vue économique* « États-Unis : la baisse du prix des maisons est-elle sur le point de s'achever? », 12 mars 2008.

2007 à 1 565,15 points. Depuis, la valeur des actifs financiers a chuté de près de 10 000 G\$ US pour se situer à 40 814 G\$ US à la fin de 2008. Cela représente une baisse de 19,2 % alors que le S&P 500 a diminué de 40,8 % durant cette même période. Rappelons que certains actifs financiers sont moins volatils ou ont souvent, comme les titres du Trésor, une corrélation négative avec la Bourse.

Ces chiffres représentent la situation à la fin de l'année dernière. Qu'en est-il de la richesse des ménages en ce premier semestre de 2009? Les fluctuations des marchés boursiers ont été importantes depuis le début de l'année. Jusqu'au mois de mars, la tendance des indices était résolument à la baisse alors que les mauvaises nouvelles économiques s'accumulaient et que l'incertitude entourant la santé des marchés financiers battait son plein. Le S&P 500 a connu un creux de 676,83 points le 9 mars, une débâcle de 56,8 % par rapport au sommet de 2007. Il a cependant repris de la vigueur depuis ces jours sombres avec un rebond d'environ 35 %. La Réserve fédérale ne publiera les résultats du premier trimestre du bilan des ménages qu'au début du mois de juin. On peut s'attendre à une autre diminution de la valeur des actifs financiers en date du 31 mars. Mais le regain des marchés, s'il s'avère durable, permettra de mettre un bémol sur ces données puisque la situation s'est améliorée depuis. Nos plus récentes prévisions² concernant la Bourse, avec des cibles de fin d'année du S&P 500 à 950 points pour 2009 et à 1 075 points pour 2010, laissent espérer que la diminution de la valeur des actifs financiers à l'intérieur du bilan des ménages est maintenant terminée. Le coup porté a quand même été douloureux, et il est improbable que les ménages récupèrent, à court ou moyen terme, les sommes perdues au cours des dernières années (graphique 15). Après l'éclatement de la bulle des technos, il a fallu attendre près de sept années avant que la valeur des actifs financiers dépasse le sommet du début de l'an 2000.

Graphique 15 – La chute de la Bourse a heurté l'actif financier des ménages



Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

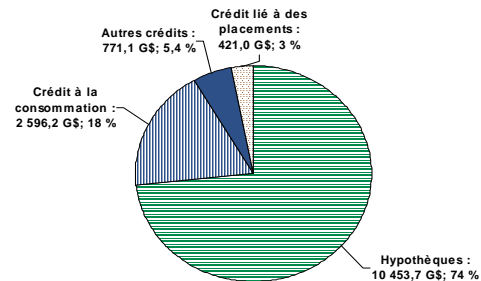
² Voir le document *Prévisions économiques et financières* du 25 mai 2009.

L'ENDETTEMENT

La valeur nette des ménages est la différence entre la valeur des actifs et l'encours des dettes. Si les actifs immobiliers et financiers se sont grandement dépréciés au cours des deux dernières années, contribuant ainsi à la diminution de la valeur nette, les fluctuations de l'endettement ont été plus modérées.

Les hypothèques sont, de loin, le principal élément de dette des ménages. À la fin de 2008, elles représentaient près des trois quarts de l'endettement (graphique 16). Le crédit à la consommation, incluant les cartes de crédit, est le deuxième poste en importance, composant 18,1 % de la dette totale des ménages.

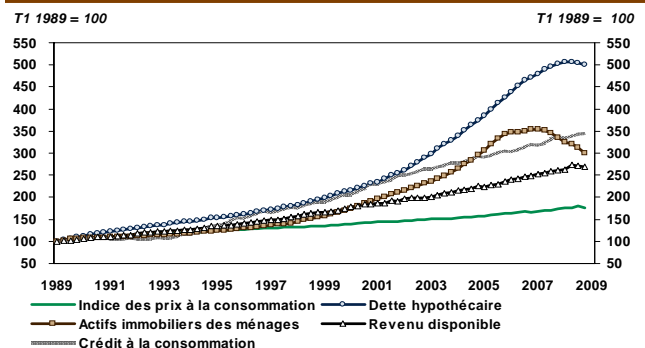
Graphique 16 – Composition du passif des ménages au quatrième trimestre de 2008



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

En plus d'être le principal élément de l'endettement, les prêts hypothécaires sont aussi la raison de l'augmentation marquée de la dette des ménages au cours des deux dernières décennies. En dollars courants, la dette hypothécaire a quadruplé depuis 20 ans alors que le coût de la vie (calculé par l'indice des prix à la consommation) n'a augmenté que de 80 %, que le revenu personnel disponible a progressé de 176 %, et que la valeur des maisons a seulement doublé, incluant les baisses des derniers trimestres (graphique 17).

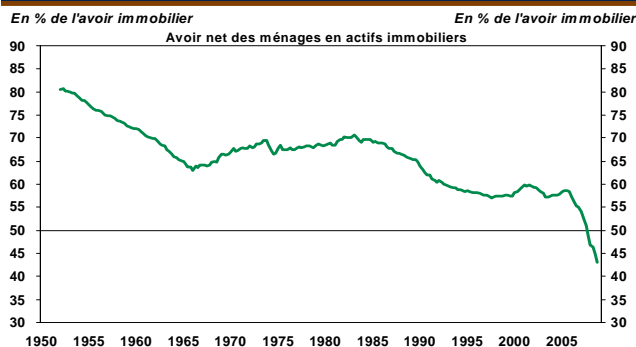
Graphique 17 – La hausse de l'endettement provient surtout de la dette hypothécaire, qui a quadruplé en vingt ans



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Le crédit à la consommation a également connu une croissance plus faible avec une hausse de 240 % depuis 1988. Le fait que l'endettement hypothécaire ait augmenté plus rapidement que la valeur des maisons se traduit aussi par une valeur nette immobilière réduite à un point tel que, pour la première fois depuis que les statistiques sont compilées, cet avoir représente maintenant moins de la moitié de la valeur des maisons (graphique 18). L'euphorie entourant le marché de l'habitation au cours des dernières années et la débâcle qui a suivi ont aussi amené plusieurs ménages à avoir une équité négative sur leur maison (dette plus grande que la valeur de la propriété). On estime la proportion de ménages dans cette situation à environ 20 %.

Graphique 18 – L'endettement occupe une grande part de la valeur des actifs immobiliers résidentiels

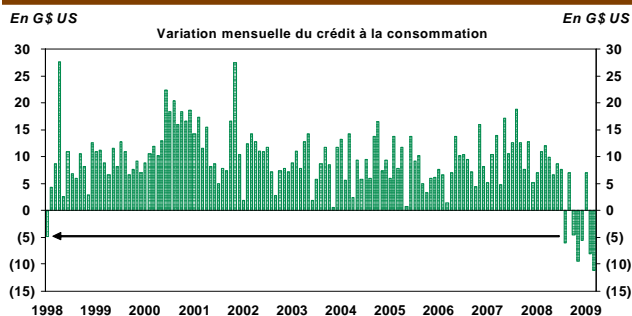


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

La dette hypothécaire a néanmoins reculé au cours des derniers trimestres. L'encours est passé de 10 558,2 G\$ US au début de 2008 à 10 453,7 G\$ US à la fin de la même année. L'augmentation de l'épargne, qui peut être canalisée vers le remboursement de dettes, la diminution des ventes de maisons, la baisse de la valeur des maisons pour les nouveaux acheteurs, la réévaluation et le refinancement de certains prêts avec l'aide de programmes gouvernementaux et l'abandon ainsi que les saisies de maisons ont tous contribué à cette première diminution de la dette hypothécaire nationale en 25 ans. On s'attend à ce que cette récente tendance se poursuive au cours des prochains trimestres.

Le crédit à la consommation a continué à montrer une progression jusqu'à la fin de 2008. Toutefois, on sent qu'une baisse pourrait être affichée en 2009. Les données mensuelles du crédit à la consommation montrent d'ailleurs une diminution de 32 G\$ US de l'encours depuis le sommet de l'automne 2008 (graphique 19). Cette diminution s'explique aussi par une hausse de l'épargne, mais aussi par le resserrement des conditions de financement par les institutions financières qui rend difficile l'accès aux nouveaux crédits. La consommation souffre évidemment de la baisse

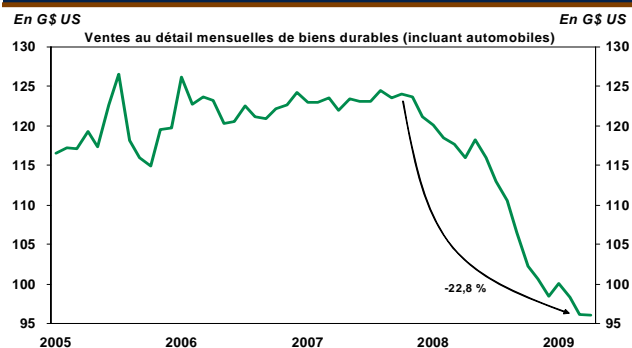
Graphique 19 – Première baisse du crédit à la consommation en dix ans



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

du niveau d'emprunt, et cette situation est surtout perceptible du côté du marché automobile où les ventes se sont écroulées depuis un an. Si l'on exclut un regain au tout début de 2009, la consommation de biens durables est éprouvée par l'accès réduit à l'endettement (graphique 20).

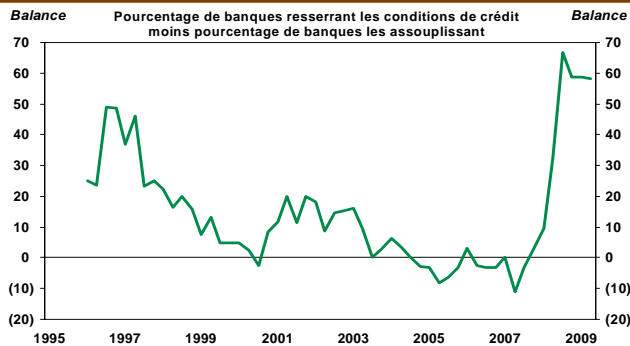
Graphique 20 – Les ventes au détail de biens durables sont en forte baisse



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Il semble aussi que le financement par carte de crédit se fasse plus difficilement (graphique 21). Les baisses de l'encours de crédit revolving enregistrées au cours des derniers mois étaient les premières en plus de dix ans. L'offre de cartes de crédit connaît aussi un net recul : pour chaque trimestre de 2006, plus de 2 milliards d'offres de cartes de crédit étaient envoyées aux Américains par la poste. Seulement le quart de ce volume était expédié au début de 2009³. De plus, 63 % des institutions financières sondées en avril dans le cadre de l'enquête de la Fed auprès des *Senior Loan Officers* ont indiqué qu'elles réduisaient les limites sur les cartes de crédit, ce qui est normal lorsque 90 % de ces institutions prévoient une détérioration de la qualité des prêts sous forme de cartes de crédit.

³ *The Economist*, 7 mai 2009.

Graphique 21 – Les conditions se sont resserrées pour les cartes de crédit


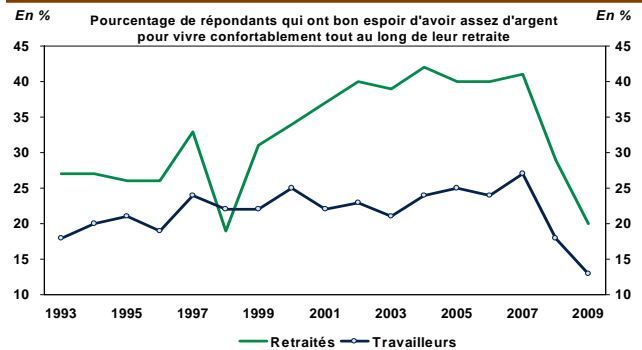
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

On s'attend donc à ce que l'endettement des ménages américains continue à diminuer au cours des prochaines années. Au pire, il ne devrait pas augmenter aussi rapidement que le revenu une fois la relance économique bien mise en place. Cette situation contrebalancera quelque peu l'effet de la baisse des actifs sur la valeur nette des ménages, mais elle n'aidera toutefois pas la consommation à s'accélérer. Si le revenu est stable, un remboursement de la dette a comme condition nécessaire une hausse de l'épargne et un ralentissement des dépenses.

L'ÉVOLUTION DE LA VALEUR NETTE DES MÉNAGES, LA CONSOMMATION ET L'ÉPARGNE

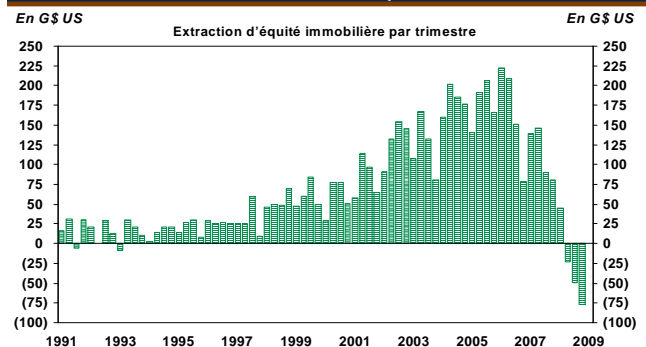
Les ménages se sentent plus riches lorsque deux phénomènes se produisent : une augmentation de la valeur de leur actif ou une hausse de leur revenu réel. Lorsque les consommateurs remarquent que leur situation financière s'améliore, ils consomment davantage de biens et services. C'est ce que l'on nomme l'effet de richesse : une population plus riche dépense plus.

L'effet de richesse implique qu'une augmentation de la valeur des actifs a des conséquences positives sur la consommation, mais aussi sur la proportion du revenu destiné à la consommation. La détérioration du bilan des ménages depuis près de deux ans a donc joué en défaveur de la consommation. Les ménages incertains de leur propre situation financière sont donc incités à être prudents dans leurs habitudes. D'une part, la diminution de leurs placements, notamment ceux liés à la retraite, fait qu'ils doivent mettre plus d'argent de côté afin de s'assurer de ne pas trop détériorer leur niveau de vie à long terme. Une récente enquête de l'Employee Benefit Research Institute démontre que seulement 13 % des travailleurs répondants ont très bon espoir d'avoir assez d'argent pour une retraite confortable, un creux historique. La situation s'est aussi fortement dégradée pour les répondants qui sont déjà à la retraite (graphique 22).

Graphique 22 – Les travailleurs et les retraités sont inquiets quant à leur futur niveau de vie


Sources : Employee Benefit Research Institute et Desjardins, Études économiques

Le contexte actuel de dépréciation des actifs financiers et immobiliers a également retiré aux ménages la possibilité de consommer maintenant, par le biais du crédit, une part de la valeur de leurs actifs. La vague de refinancement hypothécaire du milieu des années 2000 et de retrait d'équité immobilière, notamment par les marges de crédit hypothécaire, est maintenant terminée. Selon une étude de la Réserve fédérale (écrite par Alan Greenspan et James Kennedy), les ménages ont pu ajouter environ 175 G\$ US par trimestre à leur revenu disponible entre 2003 et 2006. Cette situation s'est depuis renversée, et le retrait d'équité est maintenant passé en territoire négatif (-77 G\$ US à la fin de 2008) (graphique 23).

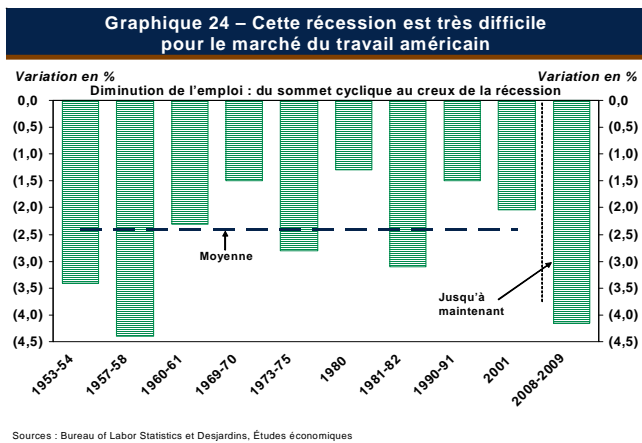
Graphique 23 – Les ménages ne peuvent plus se servir de la valeur de leur résidence pour consommer


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

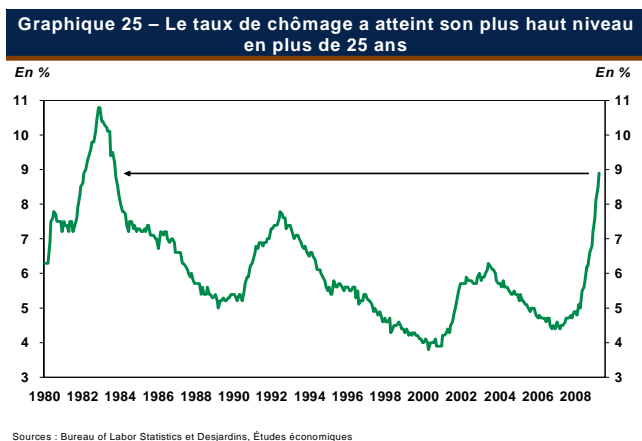
L'effet de richesse négatif provoqué par la diminution de la valeur nette des ménages est une des causes de la tendance à la baisse de la consommation enregistrée depuis l'année dernière. C'est surtout l'un des facteurs de la faiblesse de la consommation par rapport au revenu et, conséquemment, du retour à des habitudes d'épargne de la part des ménages. Toutefois, d'autres facteurs sont également importants pour comprendre l'évolution récente de la consommation et pour anticiper ses prochaines fluctuations.

LA DÉTÉRIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL

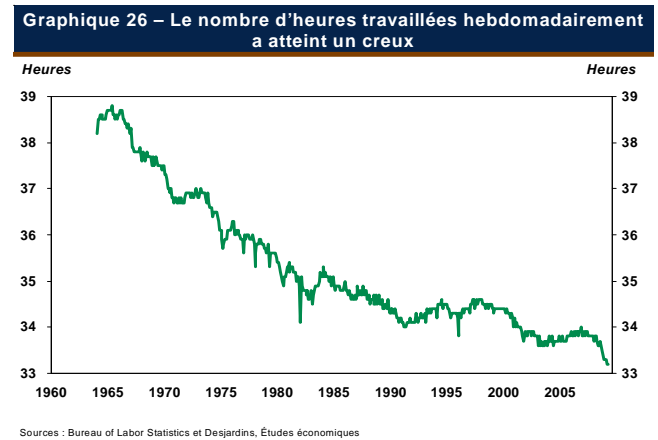
La conjoncture est très difficile pour les travailleurs américains. Cette récession est l'une des plus sévères concernant l'emploi, sinon la plus sévère depuis la grande dépression. Au cours des 16 mois qui se sont écoulés depuis le début de la récession, il s'est déjà perdu 5 738 000 emplois, soit 4,2 % de la main-d'œuvre (graphique 24). Alors que l'on pouvait espérer que les mises à pied soient moins sévères en ce cycle baissier, parce que la croissance de l'emploi avait été moins forte depuis la dernière récession, la détérioration du marché du travail a surpris par sa portée et sa profondeur.



Aux pertes financières et à la contraction du marché immobilier, il faut donc ajouter les difficultés du marché du travail comme source d'inquiétude des ménages américains. Le taux de chômage a atteint en avril 8,9 %, le plus haut niveau depuis septembre 1983 (graphique 25). De plus, cette hausse du nombre de sans-emploi a été très rapide : il y a à peine deux ans, le taux de chômage était seulement à 4,5 %. Cette détérioration ne touche pas seulement ceux qui ont perdu récemment leur emploi. Ceux qui ont la chance de conserver leur gagne-pain voient souvent leurs heures de travail se

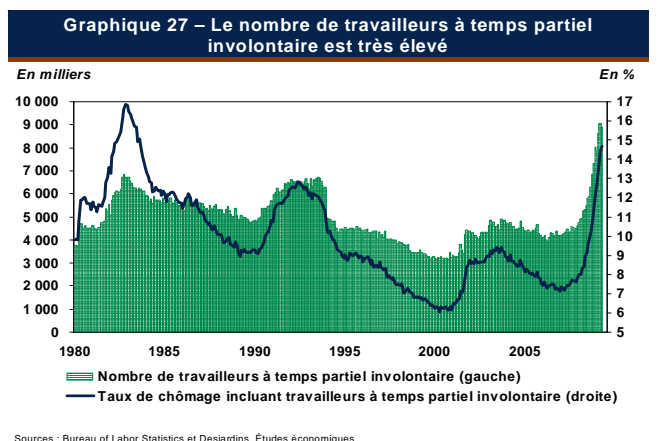


faire couper : le nombre d'heures travaillées par semaine est passé de 33,9 en 2006 à 33,2 en avril dernier, le nombre le plus bas enregistré (graphique 26). Le nombre de travailleurs à temps partiel involontaire (qui préféreraient un emploi à temps plein) se situe à 8 900 000. Si l'on tient compte de ce nombre,

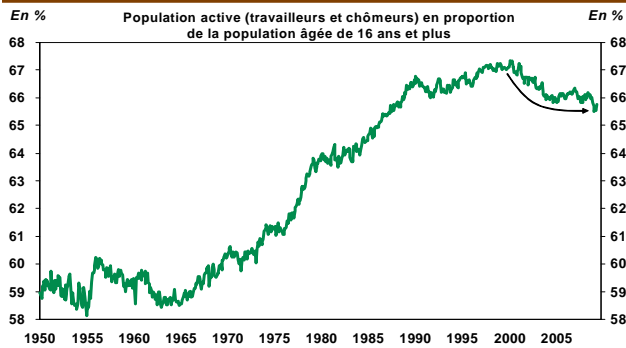


le taux de chômage passe à 14,7 % (graphique 27). La proportion de chômeurs augmente encore plus si l'on ajoute les individus désirant un emploi, mais ne faisant plus partie de la population active parce qu'ils sont découragés par le contexte difficile du marché du travail. Finalement, la hausse du chômage a été tempérée par un déclin de la participation à la population active depuis la fin des années 1990. Entre 2000 et 2009, le taux de participation (travailleurs et chômeurs en proportion de la population totale en âge de travailler) a diminué de plus de 1 % (graphique 28).

Ce contexte très difficile du marché du travail n'aide en rien les ménages à accélérer leur consommation. D'ailleurs, le revenu personnel provenant des salaires a diminué de 1,9 % depuis le sommet atteint en 2008 (la baisse est de 2,8 % au sein du secteur privé).



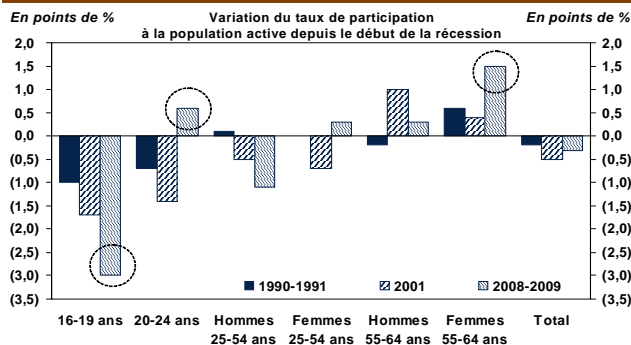
Graphique 28 – Le taux d'activité est en baisse



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

La baisse de la valeur des actifs des ménages, mentionnée plus haut, a aussi des conséquences sur la composition du marché du travail. Normalement, en temps de récession, les individus tendent à se retirer de la population active. Ce mouvement est surtout évident chez les jeunes travailleurs, qui préfèrent se tourner vers les études plutôt que vers un marché du travail peu accueillant. Au cours de la récession de 2001, les hommes âgés de 55 à 64 ans sont cependant retournés sur le marché du travail afin de pallier la diminution de la valeur des actifs financiers à la suite de la débâcle des technos. Cela n'a pas été le cas pour les femmes. L'ampleur de la chute boursière et la diminution de la valeur des maisons au cours de la présente récession incitent actuellement les individus de plus de 55 ans, incluant les femmes, à revenir sur le marché du travail (graphique 29). Le retour de ces travailleurs témoigne de la fragilité présente des finances personnelles des ménages. L'absence de possibilités sur le marché de l'emploi fait que ces intentions de conserver un revenu adéquat risquent de ne pas être comblées. C'est un autre signe que la consommation continuera d'être limitée.

Graphique 29 – Les plus jeunes quittent le marché du travail, mais les étudiants et les femmes plus âgées persistent

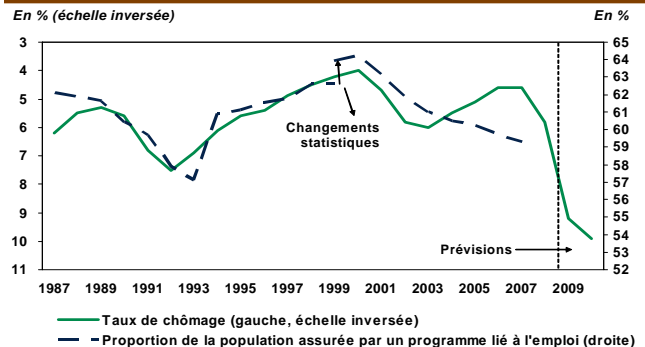


Sources : Bureau of Labor Statistics, Réserve fédérale de San Francisco et Desjardins, Études économiques

PERTES D'EMPLOIS ET ASSURANCE-MALADIE

Une autre conséquence des pertes d'emplois sur la consommation et les finances personnelles provient du système américain d'assurance-maladie. Une proportion de 87,8 % de la population américaine ayant une couverture privée d'assurance-maladie est assurée par le biais de son employeur⁴. Dans ces circonstances, les conséquences d'une mise à pied dépassent la perte de revenu. Ainsi, il est probable que des millions de personnes ont perdu leur couverture d'assurance-maladie au cours des dernières années (graphique 30). Si cette perte ne peut être compensée par l'accès à un programme gouvernemental ou par l'emploi d'un autre membre de la famille, les ménages risquent de vouloir épargner davantage afin de pallier cette incertitude.

Graphique 30 – La hausse du chômage risque de diminuer davantage la couverture d'assurance-maladie



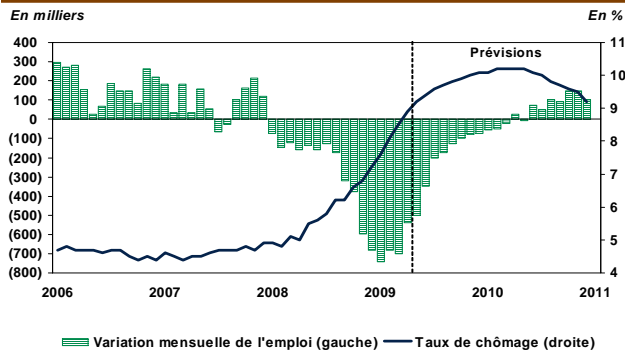
Sources : Bureau of Labor Statistics, Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Ces effets sur la consommation et l'épargne sont pris en compte dans nos modèles de prévision par la variation du taux de chômage. Il faut toutefois souligner que nous prévoyons que les mises à pied demeureront nombreuses pendant encore plusieurs mois. On s'attend à ce que la perte totale d'emplois depuis le début de la récession totalise plus de 7 000 000 postes. Cela implique près de 2 millions de pertes supplémentaires pour le reste de l'année. Le taux de chômage devrait culminer au-delà de 10 % au cours du premier semestre de 2010 (graphique 31).

Nous avons démontré comment l'évolution du bilan des ménages, des conditions de crédit et du marché du travail peut avoir une influence sur la part du revenu qui est consacrée à la consommation ou à l'épargne. Ainsi, dans le contexte actuel, la chute de la Bourse, la contraction de la valeur des maisons, le resserrement prononcé des conditions de crédit

⁴ 15,3 % de la population américaine, soit 45,7 millions d'individus, n'avaient pas d'assurance-maladie en 2007. Par le biais du Medicare et du Medicaid, le gouvernement assure 27,8 % des Américains.

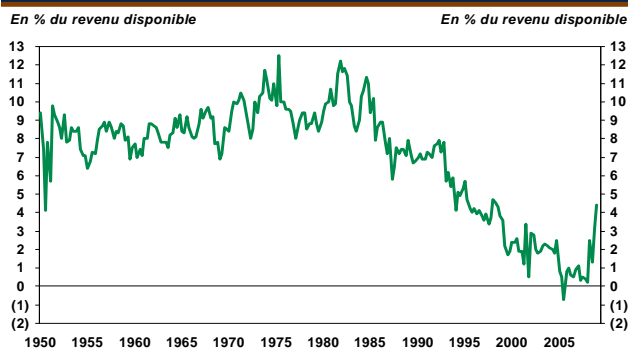
Graphique 31 – Les pertes d’emplois devraient s’accumuler encore, et le taux de chômage passera au-dessus de 10 %



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

et la hausse du chômage impliquent tous une baisse de la propension des ménages à consommer et une augmentation du taux d'épargne. Même lors de la hausse de la consommation réelle au premier trimestre, on a pu observer au même moment une augmentation du taux d'épargne qui est passé de 3,2 % à la fin de 2008 à 4,4 % (graphique 32), ce qui représente, sur une base trimestrielle, un sommet depuis 1998. Ainsi, malgré sa hausse de 1,5 %, la consommation a bel et bien reculé en proportion du revenu disponible qui, lui, a augmenté de 6,5 %.

Graphique 32 – Le taux d'épargne est en hausse



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

L'ÉVOLUTION ANTICIPÉE DU REVENU DISPONIBLE

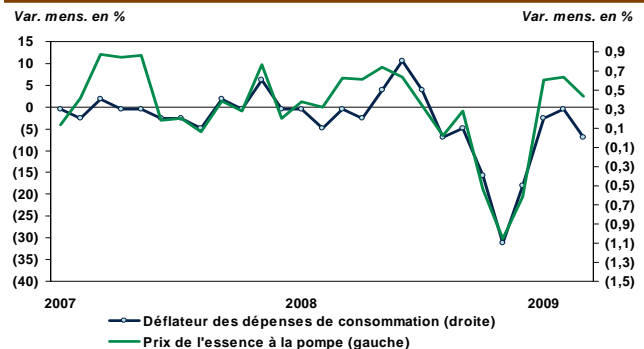
Il est assez clair que l'accumulation des pertes d'emplois a un effet négatif sur l'évolution du revenu des ménages. De plus, la faiblesse des rendements boursiers et surtout des profits des entreprises limite grandement les revenus sous forme de dividendes tout comme la chute des taux d'intérêt tend à réduire le revenu provenant de prêts octroyés à autrui. Ainsi, peu de facteurs contribuent en ce moment à une hausse des revenus exprimés en dollars courants. Les gains effectués en janvier et au premier trimestre de 2009 provenaient d'ajustements de court terme aux salaires des fonctionnaires fédéraux et des militaires ainsi qu'aux transferts aux particuliers

(notamment en ce qui a trait à la sécurité sociale). Les remboursements d'impôts ont aussi été largement élevés au premier trimestre, probablement un effet retardé des baisses d'impôts accordées dans le plan de stimulation économique de l'administration Bush. Sans ces facteurs exceptionnels, le revenu disponible réel des ménages aurait reculé de 1 % au premier trimestre plutôt que de connaître un gain substantiel de 6,5 % (à rythme annualisé).

Au cours des prochains trimestres, on peut s'attendre à ce que le revenu des ménages soit encore appuyé par les efforts de relance du gouvernement. Certaines dispositions concernant les impôts des particuliers et des ajustements aux transferts gouvernementaux ont commencé à être mises en vigueur en avril et en mai 2009. Ces facteurs devraient pallier le ressac du revenu disponible prévisible à la suite du bond du début de l'année. Une faible croissance du revenu devrait s'installer par la suite à condition que le marché du travail commence à se stabiliser.

Le revenu réel a grandement profité au cours des trois derniers trimestres de la baisse importante des prix de l'énergie. Alors que le prix de l'essence se situait au-dessus de 4 \$ le gallon à la mi-2008, les dépenses nominales en essence occupaient plus de 4 % du revenu disponible. En mars 2009, alors que le prix à la pompe se situait à environ 2 \$ US, cette proportion était tombée à 2,3 %. Cela s'exprime aussi par la diminution de 1,4 % du déflateur des dépenses de consommation depuis juillet 2008 (graphique 33). Cet apport est cependant déjà moins présent, et le prix de l'essence, comme celui du pétrole, a déjà amorcé une remontée. Si celle-ci se poursuit, la hausse des prix de l'énergie jouera en défaveur de l'évolution du revenu réel.

Graphique 33 – La baisse du prix de l'essence a amené un recul du déflateur des dépenses de consommation



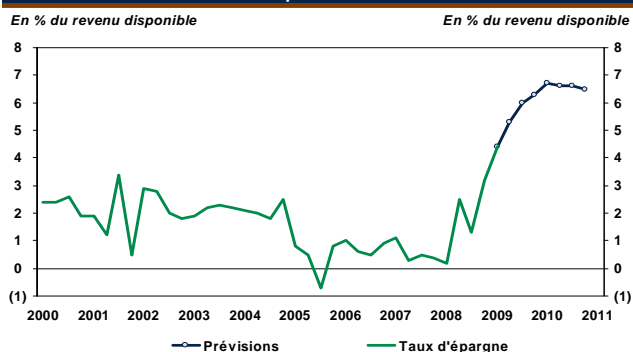
Sources : Bureau of Economic Analysis, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

LA HAUSSE DE L'ÉPARGNE

La conjugaison d'un effet de richesse négatif, de conditions de crédit toujours sévères, de la hausse du chômage et d'une croissance modérée du revenu réel favorise déjà l'épargne au détriment de la consommation. Qu'en est-il pour les prochains trimestres?

Notre modèle déterminant le taux d'épargne en fonction de diverses variables (voir l'encadré de la page suivante), dont celles énumérées plus haut, table sur une augmentation par rapport au taux de 4,4 % enregistré au premier trimestre de 2009. Il devrait ainsi passer à environ 6 % au cours des prochains trimestres (graphique 34). La part du revenu disponible consacré à la consommation continuera donc à diminuer. La remontée de la Bourse observée depuis mars, si elle se fait durable, devrait cependant amener un rapide plafonnement du taux d'épargne tout comme l'amélioration des conditions de crédit (qui est déjà notable dans l'enquête de la Fed auprès des *Senior Loan Officer*). La faiblesse relative des taux d'intérêt limite aussi la possibilité de voir l'épargne augmenter beaucoup plus fortement⁵.

Graphique 34 – L'augmentation du taux d'épargne devrait se poursuivre

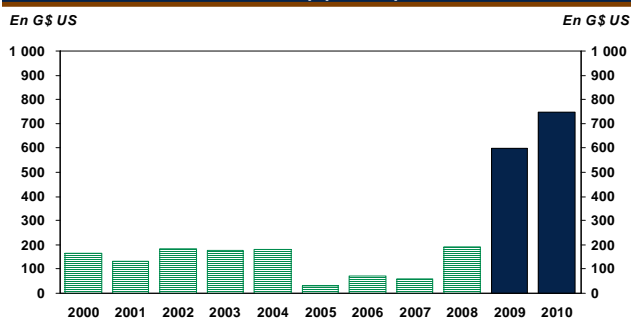


Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Que représente vraiment cette augmentation de l'épargne des ménages? En utilisant nos prévisions concernant le revenu disponible réel et nos prévisions pour le déflateur des dépenses de consommation, nous pouvons obtenir l'évolution du revenu disponible nominal, qui est le dénominateur du taux d'épargne. Selon notre modèle, le taux d'épargne devrait être, en moyenne, de 5,5 % en 2009 et de 6,6 % en 2010. On peut donc estimer que l'épargne des ménages sera d'environ 600 G\$ US en 2009 et de 750 G\$ US en 2010. Cela contraste énormément avec les maigres chiffres des années précédentes dont la moyenne de 54 G\$ US

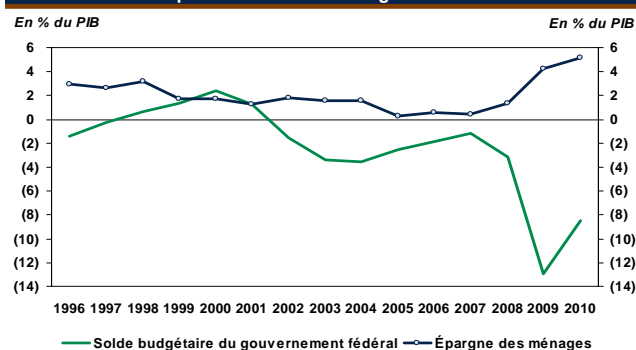
⁵ La mise à jour de notre modèle affiche des résultats moins inquiétants que ce que l'on estimait lorsque nous avons publié, en mars, notre document trimestriel *Prévisions économiques et financières* pour le printemps de 2009. Nous tablions alors sur une hausse possible du taux d'épargne jusqu'à 8 %.

Graphique 35 – Les sommes dégagées par l'épargne des ménages seront beaucoup plus importantes



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 36 – L'épargne des ménages permettra de compenser une partie des déficits du gouvernement



Sources : Bureau of Economic Analysis, Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

enregistrée entre 2004 et 2007 (graphique 35). Les sommes ainsi dégagées devraient permettre aux ménages de diminuer davantage leur endettement. Elles pourraient être canalisées directement ou indirectement vers le financement de l'énorme déficit du gouvernement fédéral (graphique 36).

LE PLAN DE RELANCE DE L'ADMINISTRATION OBAMA ET LES MÉNAGES

Une large part de l'effort public américain visant à contrer la récession cherche à rétablir la confiance des ménages et à stimuler la consommation. L'*American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, l'ambitieux plan de relance de l'administration Obama adopté par le Congrès en février, cumule une multitude de mesures dont la facture s'élèvera à 787 G\$ US sur dix ans. Une part importante de ces actions gouvernementales, soit 585 G\$ US, sera implantée au cours du présent exercice budgétaire et du suivant, c'est-à-dire au moment même où l'économie américaine a besoin d'un stimulant (graphique 38).

Les négociations et les tractations qui ont permis l'adoption du plan d'Obama par le Congrès ont occasionné certains changements par rapport à la proposition initiale du président.

MODÈLE DE PRÉVISION DU TAUX D'ÉPARGNE

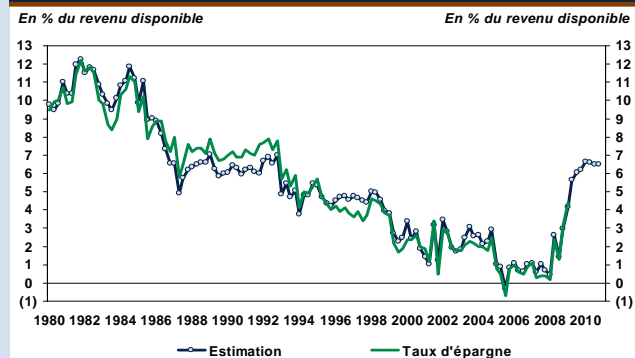
Nous avons basé notre modèle de prévision du taux d'épargne sur les concepts discutés dans ce *Point de vue économique*. Ainsi, nous cherchons à expliquer les variations du taux d'épargne par l'effet de richesse et les fluctuations du chômage, des conditions de crédit, des taux d'intérêt et du revenu disponible. À cela, nous avons ajouté des éléments pouvant également expliquer certains mouvements de la propension des ménages à épargner, comme les fluctuations des prix et la participation des femmes au marché du travail.

Comme les résultats officiels concernant la richesse des ménages sont lents à être publiés par la Réserve fédérale, nous avons cherché à estimer ce facteur de détermination de l'épargne en utilisant directement la valeur de la Bourse (le S&P 500) et la valeur des maisons (l'indice S&P/Case-Shiller).

Comme beaucoup de variables macroéconomiques, le taux d'épargne pose des problèmes de stationnarité qui peuvent fausser les calculs économétriques. Afin de pallier cette situation, un modèle de correction d'erreur à une équation est utilisé. Les variables explicatives liées à la Bourse et au prix des maisons ont été ajustées afin de leur donner une forme stationnaire. La variable des conditions de crédit, tirée de l'enquête de la Fed auprès des *Senior Loan Officer*, représente la volonté des banques à vouloir faire des prêts à la consommation avec modalités de paiements échelonnés (*installment credit*). Une hausse de cette variable signifie que l'obtention du crédit est plus facile.

L'estimation porte du premier trimestre de 1980 au premier trimestre de 2009 (graphique 37). La variable estimée est la première différence du taux d'épargne. La régression est significative dans son ensemble comme l'est chacune des variables explicatives choisies. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant :

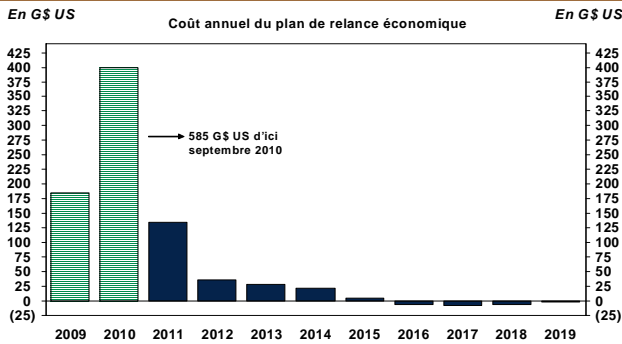
Graphique 37 – Estimation du taux d'épargne depuis 1980



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Variables	Coefficients	p-value
Constante	1,288	0,004
Déterminants de long terme		
Taux d'épargne (un retard)	-0,076	0,000
Indice S&P 500 / revenu disponible nominal (un retard)	-6,737	0,000
Indice S&P/Case-Shiller / revenu disponible nominal (un retard)	-53,654	0,009
Conditions de crédit (un retard)	-0,005	0,032
Déterminants de court terme		
Indice S&P 500 / revenu disponible nominal (première différence, deux retards)	-7,422	0,056
Indice S&P/Case-Shiller / revenu disponible nominal (première différence)	-209,267	0,026
Taux obligataires dix ans (première différence)	0,251	0,000
Taux de chômage (première différence)	0,569	0,000
Revenu disponible réel (première différence et en log)	75,464	0,000
Déflateur des dépenses de consommation (première différence et en log)	31,173	0,003
Taux de participation des femmes au marché du travail (première différence)	-0,410	0,026
Taux d'épargne (première différence et un retard)	-0,130	0,003
Autres statistiques		
R ²	0,8609	
Statistique Durbin-Watson	2,1939	

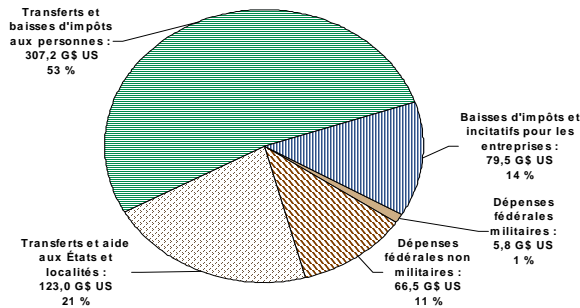
Graphique 38 – Les dépenses contenues dans le plan de relance de 787 G\$ US seront surtout effectuées à court terme



Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

Graphique 39 – La majeure partie du plan de relance est ciblée vers les individus

Répartition des mesures du plan d'ici septembre 2010 (fin de l'exercice budgétaire 2010)



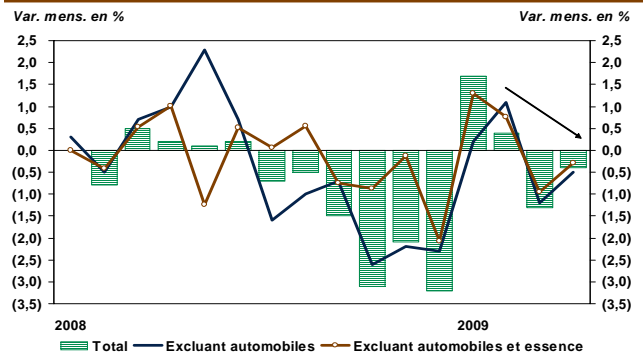
Sources : Congressional Budget Office, Joint Committee on Taxation et Desjardins, Études économiques

Un de ces résultats a été de faire une plus large part aux baisses d'impôts des particuliers et aux transferts gouvernementaux aux individus. Le graphique 39 représente la proportion des différents types de mesures inclus dans le plan adopté par le Congrès. On peut y voir que les différentes mesures touchant directement les particuliers s'additionnent à 307 G\$ US, soit près de 53 % du total.

De quelle manière seront mises en place les nouvelles politiques gouvernementales touchant les ménages? Bien que l'idée de base soit la même, le présent plan de relance diffère de ce qui avait été fait par l'administration Bush au printemps 2008. Il ne s'agit pas d'une seule et unique mesure comme l'envoi de rabais d'impôts directement aux individus. Cette fois, la manière de faire est plus diffuse. On compte sur différentes mesures d'allègements fiscaux, dont le *Make Work Pay Tax Credit* qui totalise 86 G\$ US sur deux ans et d'autres mesures de crédit d'impôt liées au soutien des enfants, à l'éducation, à l'achat d'une première maison, etc. Le *Make Work Pay Tax Credit* est un crédit de 6,2 % du revenu, qui peut atteindre 400 \$ par personne en 2009 et en 2010. Ce crédit devrait normalement être déjà perceptible dans les chèques de paie des travailleurs.

On devrait pouvoir observer certains des changements amenés par le plan de relance dans les prochaines statistiques mensuelles sur le revenu des ménages pour les mois d'avril (publiées au début de juin) et mai (publiées à la fin de juin). On peut toutefois s'attendre à ce que le revenu disponible des ménages connaisse une certaine impulsion à court terme. Il reste maintenant à savoir si ces gains serviront à consommer ou à épargner, incluant le remboursement de dettes. Pour le moment, les statistiques des ventes au détail publiées jusqu'à maintenant ce printemps ont été plutôt décevantes (graphique 40).

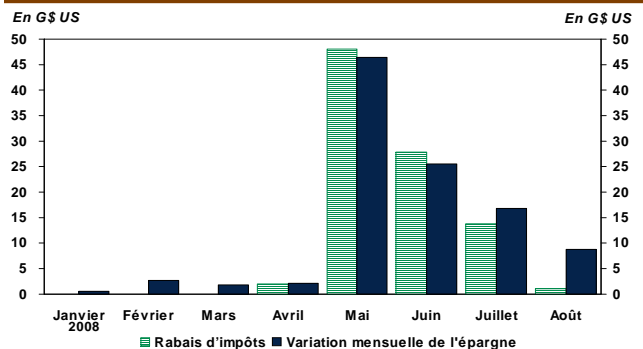
Graphique 40 – La hausse des ventes au détail a été de courte durée aux États-Unis



Sources : Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Rappelons que l'efficacité des rabais d'impôts de 2008 comme outil de stimulation économique était discutable. Des 100 G\$ US transmis aux ménages, une très large proportion a été épargnée (graphique 41). De plus, ces sommes sont arrivées au moment même où les prix de l'essence, alors en plein essor, amenaient une ponction de plus en plus considérable dans le budget familial. L'effet net : entre avril 2008 (où les chèques ont commencé à être envoyés) et

Graphique 41 – Le plan de stimulation économique mis en branle l'été dernier a été inefficace



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

décembre 2008, les ventes au détail ont diminué de plus de 10 %. On peut toutefois penser que, sans la générosité du gouvernement, la contraction de la consommation et de l'économie aurait pu être encore plus sévère.

Notre modèle concernant le taux d'épargne nous donne déjà une idée de la part des mesures fiscales qui sera finalement épargnée ou consommée. Notre prévision pour l'épargne (qui inclut le plan de relance dans l'estimation de l'évolution du revenu disponible) prévoit une hausse de l'épargne de 400 G\$ US en 2009 par rapport à 2008 et de 150 G\$ US en 2010 par rapport à 2009. Cette augmentation de l'épargne de 550 G\$ US est supérieure à l'ajout de 307 G\$ US que le plan de relance économique met à la disposition du revenu disponible pour 2009 et 2010. Ainsi, les efforts de l'administration Obama pour stimuler la consommation risquent eux aussi de passer inaperçus puisqu'ils sont contrebalancés par les vents contraires qui poussent les ménages à épargner, soit la contraction de la richesse, la hausse du chômage et le resserrement des conditions de crédit.

LES CONSOMMATEURS ET LA REPRISE DE L'ÉCONOMIE

La récession, qui a commencé à la toute fin de 2007, est la première récession de consommation depuis 1990-1991. En 2001, la consommation n'avait même pas montré de recul trimestriel. Le consommateur a contribué à ce que cette récession soit probablement la plus grave depuis l'après-guerre. Il faut dire que les ménages ont été grandement éprouvés durant ce cycle. L'éclatement de la bulle immobilière, la chute de la Bourse, l'instabilité des institutions financières et les pertes d'emplois records sont tous des facteurs qui poussent à la prudence.

Est-ce que l'on peut complètement écarter le consommateur d'une éventuelle reprise de l'économie? Non, les dépenses des ménages devraient amorcer une remontée durable vers la fin de l'année 2009, au moment même où le taux d'épargne devrait plafonner aux alentours de 6,5 %.

On ne s'attend toutefois pas à ce que la période de reprise, et le cycle de croissance qui devrait suivre, soient caractérisés par une forte croissance de la consommation. Les ménages demeureront évidemment le principal moteur de l'économie américaine, mais la progression de l'économie ne pourra pas compter sur une grande accélération des dépenses des ménages.

Premièrement, le bilan des ménages portera longtemps les marques causées par la présente récession. On ne s'attend donc pas à ce que le taux d'épargne recommence à diminuer substantiellement, à l'image des périodes de relance qui ont suivi 1990 et 2001.

Deuxièmement, les innovations financières qui ont permis la grande poussée de l'endettement et l'appréciation des actifs des ménages sont probablement maintenant choses du passé. Les investisseurs et les institutions financières se montreront dorénavant bien plus méfiants envers ce type de produits.

Troisièmement, les institutions financières devraient se montrer beaucoup moins permissives dans leur octroi de prêts. Le système financier américain demeure bien fragile et il compte encore sur la béquille gouvernementale pour continuer d'opérer normalement. L'assainissement du secteur n'est pas terminé, et les conditions de crédit demeureront probablement relativement serrées. Le *deleveraging*, c'est-à-dire le démantèlement des effets de levier à des niveaux plus sains, prendra du temps.

Quatrièmement, l'épargne internationale qui était canalisée vers les États-Unis et, indirectement, vers la consommation des Américains risque de se faire plus rare alors que les gouvernements de plusieurs pays doivent faire face à une situation budgétaire difficile qui demandera une plus grande part des sources de fonds.

Finalement, les efforts de relance et le coût direct de la récession pour le gouvernement américain constituent un boulet important qui se présente sous forme de déficits publics énormes pour la prochaine décennie. Tôt ou tard, cette facture devra être payée, et la solution pourrait bien passer par une augmentation des taxes ou impôts qui se traduira par une diminution du revenu disponible des ménages.

Ainsi, la consommation devrait bientôt montrer une progression qui s'avérera durable, mais celle-ci risque d'être faible comparativement à ce que l'on a connu au cours des trente dernières années. Il faudra donc que la croissance de l'économie américaine provienne davantage d'autres secteurs. Le gouvernement s'est déjà beaucoup impliqué au cours de ce cycle baissier, et l'effort de relance de l'administration fédérale est loin d'être négligeable. Ce n'est toutefois pas suffisant à long terme, et les espoirs de hausses soutenues du PIB réel reposeront surtout sur les entreprises et sur le commerce extérieur. Comme les économies d'outre-mer connaissent aussi de nombreuses difficultés et que les entreprises américaines demeurent peu confiantes et sont aux prises avec un niveau anormalement élevé de stock, on peut s'attendre à ce que la reprise prochaine de l'économie américaine soit très lente.

Francis Généreux
Économiste principal