

Mai 2005

Recherches & Régulation Working Papers

*LE RÉGIME DE CROISSANCE PATRIMONIAL AMÉRICAIN
À LA LUMIÈRE D'UNE CRISE*

Christophe Boucher

RR Working n° 2005-4 Série C

www.theorie-regulation.org

Association Recherche & Régulation

c/o LEPII-CNRS

Université Pierre Mendès France

1241, rue des Résidences

BP 47 - 38040 Grenoble Cedex 9

Version modifiée de communications présentées à l'Université de Reims le 31 mars 2004 au colloque « Les mutations du capitalisme contemporain » et à l'Université de Marne la Vallée le 22 octobre 2004 au colloque « Politiques économiques et capitalisme contemporain ».

Le régime de croissance patrimonial américain à la lumière d'une crise

Christophe Boucher

CEPN

Université Paris-Nord

Ch.boucher@tiscali.fr

L'analyse d'une décennie de croissance et d'une récession aux Etats-Unis nous permet de mettre en évidence l'originalité de la configuration macroéconomique et financière du régime d'accumulation patrimonial en place ainsi que les mécanismes associés à son mode de régulation. L'inflation financière, qui résulte de la stabilité macroéconomique du régime, apparaît comme la solution de la contradiction liée à la divergence entre rentabilité économique et rentabilité financière du régime d'accumulation patrimonial américain.

Mots clés : régime d'accumulation, crises, théorie de la régulation, capitalisme patrimonial

A comparative analysis of the US business cycles since forty years enable us to determine the financial and macroeconomic configuration of the US shareholder capitalism. The stock market inflation, explained by the macroeconomic stability of this regime, appears as the solution of the contradiction between the return on capital and the return on equity.

Keywords : growth regime, crises, regulation theory, shareholder capitalism

L'auteur tient à remercier Olivier Passet et Hélène Baudchon dont les commentaires ont permis d'amender une première version de ce texte.

Un capitalisme patrimonial aurait succédé au défunt régime d'accumulation fordiste. Théorisé dans son ensemble initialement par Aglietta [1998], ce nouveau régime se caractérise par l'influence prépondérante des marchés financiers dans la formation des équilibres macroéconomiques. L'observation de la décennie 1990 aux Etats-Unis témoignerait de la recomposition de ce nouveau régime qualifié également de régime d'accumulation gouverné par la finance [Boyer, 2000], de régime d'accumulation financiarisé [Lordon, 1999], de régime d'accumulation à dominante financière [Chesnais, 2001] ou bien de capitalisme actionnarial [Plihon, 2003].

Le rapport salarial, qui constituait la forme institutionnelle dominante dans le régime fordiste, se trouve en position subordonnée dans ce nouveau régime. Il se trouve soumis à l'ensemble des pressions que véhiculent les transformations des quatre autres formes institutionnelles, l'insertion dans l'économie internationale en tête [Boyer, 2000]. Le modèle d'emploi du fordisme (emploi stable à durée indéterminée) vole en éclat et laisse la place, sous l'impératif de la réduction des coûts salariaux et de la flexibilité, à l'éparpillement des statuts du travail et au rejet de l'insécurité économique sur le salarié [Coutrot, 1998]. Le régime monétaire devient garant de la stabilité monétaire et financière et l'Etat se met en quête de crédibilité [Aglietta, 1998].

Le capital financier porteur d'intérêt laisse la place à un capital financier porteur de droits de propriété [Sauviat et Montagne, 2001]. Le développement de la gestion collective de l'épargne et le passage d'un actionnariat dispersé à un actionnariat concentré modifie la relation entre l'actionnaire et le dirigeant dans l'entreprise. Le modèle traditionnel de l'entreprise caractérisé par la séparation de la propriété et de la gestion des moyens de production au profit du manager est profondément remis en cause. Le pouvoir acquis par les investisseurs institutionnels réoriente l'évaluation financière vers un objectif exclusif : la maximisation de la valeur actionnariale.

Cette maximisation de la valeur actionnariale s'exprime sous la forme d'exigences de rendements des fonds propres des entreprises élevés et stables dans le temps qui reportent le risque – autrefois pris par l'actionnaire – sur l'entreprise et le salarié. Non seulement les actionnaires exercent une forte pression sur la fixation des profits et le versement de dividendes, mais ils poussent aussi le manager à engager des stratégies visant à améliorer « artificiellement » la rentabilité financière de l'entreprise (rachat des actions et utilisation de l'effet de levier) [Jeffers et Plihon, 2001]. Ces exigences de rentabilité financière remettent ainsi en cause le caractère incertain et fluctuant du revenu de l'actionnaire [Lordon, 2000a].

Chesnais [2001] insiste sur la dimension « mondialisée » de ce régime dans le sens où son fonctionnement exige un degré très élevé de libéralisation et de déréglementation de la finance, de l'investissement direct à l'étranger (IDE) et des échanges commerciaux. Pour Lordon [1999], la bulle financière représente le caractère permanent du régime d'accumulation financiarisé américain. L'inflation financière apparaît alors comme la condition de son fonctionnement car elle répond à la contradiction majeure de ce capitalisme liée à la divergence entre la rentabilité financière exigée et la rentabilité économique effective [Lordon, 1999]. La stabilité de ce régime dépend donc de la stabilité de son inflation financière. Le rôle de la politique monétaire apparaît alors essentiel [Boyer, 2000 ; Lordon, 1999]. La banque centrale est, en effet, mieux à même de gérer le risque systémique et l'inflation financière. D'une part le maniement des taux d'intérêt est immédiat et d'autre part, il se transmet simultanément dans les sphères réelle et financière.

L'ambition de cet article est de fournir, à la lumière d'une décennie de croissance et de la récession de 2001, une analyse macroéconomique du régime de croissance américain contemporain et de sa viabilité à long-terme. Dans la tradition de l'école de la régulation, pour qui chaque économie a la conjoncture et les crises de sa structure, nous étudions dans un premier temps les caractéristiques macroéconomiques et financières de la phase d'expansion

des années 1990 et de sa récession en 2001, comparativement aux cycles précédents depuis quatre décennies. Il ressort de cette analyse, que le cycle passé se distingue par la stabilité de l'activité et de l'inflation, et par la montée de plusieurs déséquilibres : endettement, niveau des prix d'actifs, déficit de la balance des comptes courants, réduction du taux d'épargne des ménages. Nous verrons dans un second temps que la stabilité macroéconomique de ce régime est à l'origine de son inflation financière. Dans une troisième partie, nous étudions le comportement patrimonial des ménages au cours de la décennie 1990 et précisons les modalités et l'ampleur de la démocratisation de l'actionnariat. Nous mettons en évidence, dans une quatrième partie, l'ampleur des différents effets richesses en distinguant la richesse boursière active, la richesse boursière passive et la richesse immobilière. Nous montrons le rôle essentiel que ces effets ont joué dans la baisse du taux d'épargne des ménages au cours de la décennie 1990 et en particulier celui de la richesse immobilière dans le dynamisme de la consommation à partir de la récession de 2001. Dans une dernière partie, nous déterminons les sources potentielles de déstabilisation du régime d'accumulation patrimonial américain et analysons la place de la politique économique dans sa régulation.

La comparaison des cycles aux Etats-Unis

Nous comparons les phases d'expansion et de récession aux Etats-Unis depuis quarante ans telles qu'elles ont été identifiées par le NBER. Nous recherchons à mettre en évidence à partir d'une batterie d'indicateurs macroéconomiques et financiers (tableau 1) les caractéristiques particulières de la phase d'expansion des années 1990. Ensuite, nous analysons les évolutions de plusieurs de ces variables depuis la récession de 2001 comparativement aux évolutions enregistrées lors des récessions précédentes. Le NBER qui est chargé de la datation des cycles d'activité aux États-Unis ne considère pas uniquement la variation trimestrielle du PIB mais se fonde essentiellement sur plusieurs indicateurs mensuels (emploi, revenu personnel, production industrielle, ventes). Les pics conjoncturels identifiés par le NBER correspondent aux dates suivantes : 1969T4, 1973T4, 1980T1, 1981T3, 1990T3 et 2001T1. Les creux conjoncturels correspondent aux dates suivantes : 1961T1, 1970T4, 1975T1, 1980T3, 1982 T4, 1991T1 et 2001T4.

Une période d'expansion stable mais marquée par la montée de déséquilibres

L'expansion de la décennie 1990 se distingue en premier lieu par sa longueur (40 trimestres). Elle dépasse ainsi l'expansion des années 1960 et celle des années 1980 qui avaient duré respectivement 35 et 30 trimestres. Mais la croissance des années 1990 n'a pas été exceptionnellement vigoureuse puisqu'elle atteint 3,45% en moyenne sur la période c'est-à-dire la plus faible performance depuis la seconde guerre mondiale. Ce phénomène s'explique par la croissance relativement modeste constatée au début de la phase d'expansion. Les gains de productivité apparaissent relativement élevés comparés à leur évolution depuis 1975 mais restent plus modestes comparativement à la période 1960-1973. Cette croissance longue apparaît également relativement stable. La dernière phase d'expansion enregistre la meilleure performance en matière de volatilité de la croissance du PIB.

Une autre caractéristique majeure de l'expansion des années 1990 réside dans la réduction simultanée de l'inflation et du taux de chômage (graphique 1). L'inflation et le taux de chômage atteignent en moyenne sur la période respectivement 2,80% et 5,54%. Seule l'expansion des années 1960 connaît à la fois une inflation et un taux de chômage plus modestes.

L'expansion des années 1990 se caractérise également par un dynamisme de l'investissement des entreprises et de la consommation des ménages, malgré une progression de l'activité et des revenus relativement modestes. Il en résulte un taux d'investissement moyen de 15% et un taux d'épargne moyen de 8,06% sur la période qui n'avaient jamais été observés au cours des cycles passés.

Les taux d'intérêt nominaux sont revenus à des niveaux modestes de l'ordre de ceux constatés au cours des années 1960. La politique monétaire des années 1990 tranche ainsi avec celle menée au cours de la décennie 1980. Les taux d'intérêt réels à court et à long-terme ont été plus faibles que ceux observés au cours de la décennie précédente mais sont restés supérieurs à ceux qui ont été constatés lors des cycles antérieurs en raison de la désinflation.

L'indice Standard & Poor's 500 qui représente près de 75% de la capitalisation boursière américaine nous donne une image convenable du marché boursier américain dans son ensemble. Les deux dernières périodes d'expansion (1982-1990 et 1991-2001) se caractérisent par une progression exceptionnelle des cours boursiers (déflatés des prix à la consommation). Leur progression atteint en moyenne 9% par an. Les profits des sociétés du S&P 500 augmentent beaucoup moins que leurs cours. En conséquence, le PER¹ de cet indice augmente, passant de 11,03 à 16,81 au cours de l'expansion des années 1980 et de 18,65 à 26,10 au cours des années 1990. Le PER est souvent utilisé pour juger du degré de surévaluation d'un marché boursier. Campbell et Shiller [2001] avancent ainsi que les périodes où ces ratios ont atteint des niveaux extrêmes n'ont été que transitoires (15,86 depuis la seconde guerre mondiale). Leur conclusion suit une analyse historique selon laquelle ces périodes sont suivies d'un retournement qui passe par un ajustement des cours et non pas des profits. Cependant, malgré les corrections boursières opérées à partir du printemps 2000, le PER de l'indice S&P 500 reste à un niveau très élevé (de l'ordre de 26 en septembre 2003).

Au cours de la décennie 1990, les ménages ont pu profiter également de la valorisation de leur patrimoine immobilier. L'évolution des prix de l'immobilier apparemment modeste mesurée sur toute la période masque une importante appréciation à partir de 1995 qui s'est ensuite poursuivie malgré l'entrée en récession en 2001 (graphique 2).

En conséquence, le patrimoine brut des ménages (mesuré sans la dette) représente 6,2 fois leur revenu disponible au cours de la dernière période d'expansion (6,56 au point haut du cycle en 2001T1). Cette croissance du patrimoine des ménages au cours d'une période de baisse des taux d'intérêt nominaux et réels a contribué à accélérer l'endettement des ménages. La dette des ménages en pourcentage du revenu disponible, relativement stable autour de 65% lors des cycles passés, atteint 75% au cours de la période d'expansion des années 1980 et 92% dans les années 1990.

La forte valorisation du patrimoine des ménages qui a stimulé la demande malgré une progression relativement modeste de leurs revenus a considérablement réduit l'effort d'épargne. Combinée au dynamisme de l'investissement des entreprises, la réduction du taux d'épargne a entraîné la réduction de 9 points de PIB de la capacité de financement du secteur privé entre 1991 et 2001. Ainsi, malgré le redressement de la capacité de financement du secteur public de près de 5 points de PIB au cours de cette décennie, le solde de la balance courante s'est dégradé passant d'une situation d'équilibre au début de la décennie 1990 à un déficit de plus de 4% du PIB en 2001 (graphique 3).

L'originalité de la récession et de la reprise de 2001

Afin de repérer certaines caractéristiques de la dernière récession américaine, les évolutions récentes du PIB des États-Unis et de plusieurs variables macroéconomiques et

¹ Le PER est le rapport des cours sur le profit par action.

financières ont été comparées graphiquement avec celles observées lors des six récessions précédentes. Sur les axes des abscisses, la date 0 correspond au creux de chacune des récessions identifiées par le NBER (chacune des variables étudiées prend la valeur 100 à cette date) et les valeurs prises par les variables étudiées sont reportées, relativement à cette base 100, pour les six trimestres précédents (pour l'étude de la récession) et les huit trimestres suivants (pour l'étude de la reprise) cette datation officielle.

Les évolutions du PIB lors de la récession de 2001 suggèrent une récession assez peu marquée : la baisse cumulée du PIB sur les trois premiers trimestres 2001 apparaît ainsi beaucoup plus faible que celles observées lors des récessions précédentes (graphique 4). La reprise apparaît relativement moins dynamique que lors des cycles précédents. L'indice des prix à la consommation ne montre pas d'accélération particulière à la fin de la période d'expansion ni lors de la reprise en 2002 (graphique 5).

La consommation privée a progressé sur les six trimestres qui ont précédé le point bas de la récession à un rythme bien supérieur à ceux constatés lors des récessions passées (graphique 6). Elle n'a jamais baissé mais elle ne montre pas non plus de véritable rebond comme lors des récessions passées.

En revanche, l'investissement non-résidentiel connaît un repli relativement marqué à partir du premier trimestre 2001 (graphique 7). En outre, l'investissement continue de se réduire après le creux de la récession, le rebond n'apparaissant qu'assez tardivement (début 2003). La baisse des profits à partir de fin 1997 s'est traduite par une dégradation de la rentabilité économique jusqu'au quatrième trimestre 2001 (graphique 8). Entre 1997 et 2000, cette baisse des profits associée à l'accélération des cours boursiers pousse à son paroxysme la divergence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière [Plihon, 2002]. Le retournement de la croissance en 2001 provient de l'inflexion de l'investissement qui était pourtant resté dynamique jusque là malgré la dégradation de la rentabilité et des profits dès la fin de 1997.

Au cours de la dernière récession, les profits des entreprises connaissent une dégradation qui n'est pas particulièrement marquée comparativement aux récessions passées et un rebond immédiat (graphique 9).

Le revenu personnel réel (après exclusion des transferts sociaux) se réduit à partir du point haut du cycle en 2001T1 et ne montre pas de rebond à la sortie de la récession (graphique 10). Cette évolution du revenu personnel réel tranche avec celle du revenu disponible réel qui connaît au contraire (transferts compris et impôts prélevés) une accélération à la sortie de la récession (graphique 11). Cette divergence fait apparaître le rôle déterminant joué par la politique budgétaire² dans le maintien de la consommation privée depuis 2001.

Le solde public s'est fortement dégradé à partir de 2001 en raison de l'entrée en récession et de la mise en place de la Loi de conciliation sur la croissance économique et de l'allègement de la fiscalité votée à l'été 2001. L'excédent de 2% du PIB fin 2000 se creuse ainsi significativement pour atteindre un déficit de 4,5% du PIB au troisième trimestre 2003.

La politique monétaire expansionniste menée par la Réserve Fédérale depuis le début de l'année 2001 (graphique 12) semble avoir également stimulé la consommation privée depuis l'entrée en récession en 2001 par le biais du canal de la renégociation des prêts immobiliers sous l'impulsion de la baisse des taux d'intérêt hypothécaires [Chauvin et Dupond, 2003]. Alors que par le passé, le retournement des prix immobiliers a toujours précédé les moments de retournement cyclique (voir graphique 2), le dynamisme de l'immobilier ne s'est pas infléchi à la fin de la décennie 1990.

² Baisses d'impôts à partir de l'été 2001 sous la forme de tax refunds et baisse des taux d'imposition mise en place en janvier 2002.

La productivité horaire du travail montre une première accélération assez marquée un trimestre avant le point bas de la récession et une seconde accélération au premier trimestre 2003 (graphique 13). La productivité du travail connaît ainsi à la sortie de la récession un dynamisme similaire aux sorties de récession de 1961 et de 1970.

Au cours de la récession de 2001, la baisse de l'emploi a été analogue à celle constatée au cours de la précédente récession de 1990-1991 et moins forte qu'au cours des récessions de 1975 et des années 1980 (graphique 14). Mais, la reprise de l'emploi à la sortie de la récession de 2001 se distingue par sa modestie qui rappelle la « jobless recovery » de 1991. La faiblesse de la reprise des créations d'emplois se situe dans les services privés et surtout dans la poursuite des destructions dans l'industrie manufacturière [Boussemart, 2003].

La production industrielle connaît une récession brutale plus marquée que celle du PIB (mais modeste comparée aux précédentes récessions), et ne connaît pas de rebond au moment de la phase de reprise de l'activité contrairement aux sorties de récession passées (graphique 15).

En conclusion, l'analyse rétrospective menée sur les différents indicateurs macroéconomiques et financiers permettent de mettre en évidence certaines des caractéristiques de la phase d'expansion de la décennie 1990 et de sa récession en 2001. La fin de la période d'expansion et la reprise d'activité ne se sont pas accompagnées d'une accélération de l'inflation comme lors des précédents cycles. La baisse du PIB a été, de plus, relativement modérée au cours de la récession. On retrouve dans la récession de 2001, les caractéristiques de la phase d'expansion des années 1990 qui se distingue par sa longueur, la stabilité de sa croissance et une inflation stable et modeste. La performance de l'économie américaine en terme de taux de croissance du PIB au cours de la décennie 1990 n'apparaît pas exceptionnelle comparée aux autres périodes d'expansion. Elle se distingue plutôt par sa stabilité et la montée de plusieurs déséquilibres : endettement, niveau des prix d'actifs, déficit de la balance des comptes courants, réduction du taux d'épargne. Aussi, les évolutions de l'emploi et des revenus personnels (hors transferts) sont restées atones malgré la reprise en 2002 et d'importants gains de productivité à la sortie de la récession.

Inflation financière et stabilité macroéconomique

Si l'inflation monétaire se réduit considérablement à partir du début des années 1980 tout en restant modérée et stable au cours de la décennie 1990, l'inflation financière n'a pas connu la même évolution. Depuis avril 1980, le PER – la valeur que les investisseurs assignent à chaque dollar de profit reporté – a été multiplié par quatre (6,79 à 26,40). Il en résulte un rendement exceptionnel du cours des actions (dividendes exclus) de 10,24% de avril 1981 à septembre 2003 (5,81% depuis janvier 1926). Malgré les corrections boursières observées depuis 2000, la performance du marché boursier depuis 20 ans apparaît ainsi toujours remarquable. Le PER du S&P 500 atteignait 26,40 en septembre 2003, soit le double de sa moyenne depuis la seconde guerre mondiale (15,97).

Pourquoi les investisseurs seraient-ils prêts à payer plus cher que par le passé pour recevoir un dollar de profit sur le marché boursier ? Il existe plusieurs explications possibles : i) l'existence d'une bulle [par exemple Shiller, 2000], ii) une demande d'actifs risqués excessive provenant du vieillissement des générations nombreuses du baby boom, iii) une prime de risque action plus faible [par exemple Siegel, 1998]. Plusieurs phénomènes sont susceptibles d'expliquer la réduction de la prime de risque espérée : réduction des coûts de transactions et des imperfections de marché, développement de la gestion collective de l'épargne et réduction du risque macroéconomique. Nous allons examiner maintenant ces

évolutions avant de mener une analyse économétrique visant à déterminer les facteurs décisifs.

Baby boom et demande excessive d'actifs risqués

Une première explication renvoie aux déterminants démographiques des cours boursiers. Lors de la décennie 1990, les générations nombreuses du baby boom ont atteint les âges de forte épargne (40-64 ans) augmentant ainsi la demande de titres par rapport aux générations précédentes. Le corollaire est que les cours boursiers devraient baisser durablement lorsque ces générations atteindront l'âge de la retraite et désaccumuleront (hypothèse dite du « meltdown »).

Plusieurs études théoriques présentent des résultats analytiques ou de simulations qui suggèrent que les facteurs démographiques exercent une influence sur les rendements d'équilibres des actifs financiers [par exemple, Yoo, 1994 ; Brooks, 2000 ; Abel, 2001] en jouant à la fois sur le montant de l'épargne selon la théorie du cycle de vie et sur son allocation.

Coûts de transactions, efficience des marchés et participation

Jaganathan, McGrattan et Scherbina [2001] suggèrent que la diminution de la prime de risque depuis le début des années 1980 pourrait avoir pour origine la diminution des coûts de transactions, une meilleure diversification et un meilleur accès à l'information pour les investisseurs qui auraient permis de réduire sensiblement les imperfections de marché³. Ainsi selon cette hypothèse, un investissement en action aurait été substantiellement plus coûteux qu'un investissement obligataire. La différence entre le rendement d'un actif risqué et d'un actif non-risqué représenterait alors en partie une compensation, non pas pour le risque, mais pour les coûts de transactions additionnels. Toutefois la diminution du coût d'investissement en actions relativement à la diminution du coût d'investissement en obligations depuis le début des années 1980 reste modeste [Réa et Reid, 1998 et 1999].

Aussi, le nombre d'actionnaires aux Etats-Unis est passé de 42,4 millions en 1983 à 79,28 millions en 1998. La part des ménages qui investit en actions, directement ou indirectement, est passée de 19% en 1983 à 48,2% en 1998. De nombreuses études ont montré que l'élargissement de la population supportant le risque associé à un investissement en action entraîne théoriquement une diminution de la prime de risque d'équilibre [par exemple, Mankiw et Zeldes, 1991 ; Basak et Cuoco, 1998].

Toutefois, l'augmentation de la participation doit être extrêmement importante pour avoir un effet sur la prime de risque. Heaton et Lucas [1999] calibrent un modèle à générations imbriquées et mesurent l'impact théorique d'une plus grande participation sur la prime de risque. Lorsque la participation au marché boursier passe de 30% à 70% de la population, l'effet sur la prime de risque n'est que d'environ 10 points de base. De plus, la croissance de la participation au marché boursier doit être relativisée lorsque cette participation est pondérée par le montant des investissements des nouveaux entrants qui reste assez modeste. Ce point sera plus largement développée dans la partie suivante.

³ Selon les auteurs, la prime de risque calculée à partir de l'indice Standard & Poor's et du rendement des obligations à 20 ans a atteint en moyenne 6,8% de 1926 à 1970. Depuis, elle se serait réduite pour atteindre 0,7% à la fin de la décennie 1990.

Développement de la gestion collective de l'épargne et évolution de la structure de l'actionnariat

La part des actions détenue directement a considérablement diminué depuis plusieurs années au profit d'une détention intermédiée via les investisseurs institutionnels⁴. Ce développement de la gestion collective de l'épargne a bouleversé la structure de l'actionnariat aux Etats-Unis. Cette transformation est susceptible d'expliquer la réduction de la prime de risque espérée pour plusieurs raisons: diversification accrue des portefeuilles, allongement de l'horizon de placement et accroissement du pouvoir actionnarial.

D'une part, la concentration de la détention d'actions permet de gérer les mises en commun d'épargne des ménages sous forme de portefeuilles diversifiés entraînant ainsi la diminution du risque spécifique des actions. Le cadre législatif auquel les fonds communs de placement et les fonds de pension sont soumis, garantit la diversification des portefeuilles. D'autre part, en dépit de taux de rotation importants, les investisseurs institutionnels gèrent une épargne longue et sont donc susceptibles, au regard du faible risque des actions à long terme, de réclamer une prime de risque plus faible.

Enfin, l'évolution de la structure actionnariale aux Etats-Unis a été le vecteur d'un nouveau rapport de force affirmant la primauté de l'actionnaire sur le manager [La Porta et alii, 1998]. Les actionnaires délaissent ainsi l'attitude passive qu'ils ont traditionnellement manifestée et exercent une influence croissante sur la gestion des firmes à travers un ensemble de règles et de pratiques – le gouvernement d'entreprise – qui vise à aligner l'intérêt des managers sur celui des actionnaires. Ce nouveau rapport de force est susceptible de réduire la prime de risque espérée car les actionnaires seraient assurés d'une rémunération plus élevée et plus stable que par le passé.

La réduction du risque macroéconomique

La réduction du risque macroéconomique est également susceptible d'expliquer la réduction de la prime de risque. Ce risque se compose à la fois de la volatilité de l'activité (représentée par la volatilité du PIB) et de l'inflation. La réduction de l'inflation et de la volatilité du PIB constatée aux Etats-Unis depuis les années 1980 pourrait expliquer ainsi la réduction de la prime de risque sur cette même période. Ce risque macroéconomique représente le risque associé au cycle économique et influencerait le risque systématique.

L'analyse économétrique

Afin de tester les différentes hypothèses avancées pour expliquer la réduction de la prime de risque, nous avons mené une analyse économétrique sur les déterminants du ratio Profits/Prix⁵ de l'indice S&P 500. Les données sont trimestrielles et couvrent la période 1953T1-2003T2. Le choix des variables susceptibles d'expliquer le ratio Profit/Prix est inspiré des analyses présentées précédemment. Nous avons retenu :

- le logarithme du ratio population de 40-64 ans / population de 65 ans et plus ;
- le logarithme de la part des actions américaines détenue sous forme intermédiée ;
- le taux d'inflation ;

⁴ Alors que les ménages détenaient directement 93% des actions américaines en 1945, ils n'en détenaient plus que 41% en 2000 selon les Flow of Funds. Parallèlement, la détention des investisseurs institutionnels est passée sur la même période de 3,48% à 45,42% du marché boursier américain. Les actions détenues par les particuliers sont désormais gérées majoritairement par ces intermédiaires financiers.

⁵ Nous estimons le MCE à partir du ratio E/P qui présente une plus grande inertie que le ratio D/P, ce dernier pouvant être affecté par la politique de distribution des dividendes.

- la volatilité du PIB mesurée par le logarithme de l'écart type glissant sur 24 trimestres du taux de croissance réel du PIB.
- le taux de croissance du profit par action déflaté de l'indice des prix à la consommation, Δe , et le taux d'intérêt réel des billets de trésorerie à trois mois, $r3r$, conformément au modèle actuariel des prix d'actifs.

Les tests de racine unitaire et de stationnarité indiquent que le ratio profit/prix, l'inflation, la volatilité du PIB, la part des actions détenues sous forme intermédiaire et le taux de croissance du ratio population de 40-64 ans/population de plus de 65 ans sont intégrés d'ordre 1. Le taux de croissance du profit par action et le taux d'intérêt réel des billets de trésorerie à 3 mois apparaissent stationnaires. Nous utilisons donc un modèle à correction d'erreur (méthode de Johansen) pour notre estimation qui présente l'avantage d'intégrer des variables à la fois stationnaires et intégrées d'ordre 1⁶.

Les signes obtenus lors de l'estimation sont conformes aux signes attendus pour l'inflation (+), la volatilité du PIB (+) et la variable représentant l'intermédiation financière (-)⁷. La variable démographique apparaît de façon surprenante liée positivement au ratio de valorisation. Les tests d'exclusion indiquent cependant que cette variable démographique et la variable représentant l'intermédiation financière ne figurent pas dans la relation de cointégration.

Nous avons reconduit la procédure d'estimation en excluant ces deux variables de l'espace de cointégration. Les tests concluent à l'existence d'une seule relation de cointégration ce qui signifie que ces trois variables (ratio Profit/Prix, inflation, volatilité du PIB) sont liées à long-terme. Une dernière estimation est menée en introduisant le taux de croissance réel du profit par action et le taux d'intérêt réel dans la spécification de court-terme. Nous avons également estimé ce dernier modèle en relevant la contrainte d'une élasticité profits-cours unitaire, ce qui nous permet d'appréhender directement le niveau des cours réels simulé par le modèle. Les résultats des simulations de ces deux derniers modèles apparaissent sur les graphiques 16 et 17. Au regard de ces simulations, nos modèles paraissent assez robustes. On remarque une sur-estimation entre 1996 et 2000 mais qui peut être compatible avec une surévaluation du marché boursier américain sur cette période.

L'analyse économétrique menée sur le marché boursier américain révèle que la réduction de l'inflation et de la volatilité du PIB permet d'expliquer l'inflation financière constatée depuis le début des années 1980.

Comment expliquer la réduction du risque macroéconomique ?

Des travaux récents [par exemple, Kim et Neslon, 1999] ont mis en évidence un déclin sensible de la volatilité du PIB aux Etats-Unis depuis 1984, qui s'est réduite de 50% par rapport à la période de l'après seconde guerre mondiale.

Ce phénomène ne concerne pas seulement les Etats-Unis : Blanchard et Simon [2001] montrent que tous les pays du G7, à l'exception du Japon, ont connu une réduction récente de la volatilité du PIB. Trois types d'hypothèses sont généralement avancés pour expliquer ce phénomène aux Etats-Unis : i) la chance ; ii) de bonnes politiques économiques ; iii) un changement structurel. Les avocats de la première explication avancent que le déclin de la volatilité résulte d'une réduction des chocs qui touchent l'économie [par exemple Ahmed, Levin, and Wilson, 2000]. Les avocats de l'hypothèse des « bonnes politiques économiques »

⁶ Le détail des résultats économétriques est disponible auprès de l'auteur. Cette partie reprend les conclusions de Boucher (2003).

⁷ Nous n'avons pas pour le moment introduit le taux de croissance réel du profit et le taux d'intérêt réel dans la spécification de court terme (variables stationnaires) afin d'identifier dans un premier temps le vecteur de cointégration.

avancent que c'est la conduite de la politique monétaire, par une meilleure stabilisation de l'économie qui explique la réduction de la volatilité [par exemple Clarida, Galí, et Gertler, 2000]. Enfin, pour certains auteurs, la réduction de la volatilité du PIB serait structurelle car elle apparaît dans plusieurs secteurs de l'économie. Kahn, McConnell et Perez-Quiros [2002] avancent ainsi que le développement des Technologies de l'Information et de la gestion des stocks est une des principales explications à la réduction de la volatilité.

Dalsgaard et alii [2002], qui constatent une réduction de l'amplitude des output gaps depuis plus de 10 ans dans les pays de l'OCDE à l'exception du Japon, montrent que ce phénomène tient essentiellement à la plus grande stabilité de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée et la formation de stocks. La diminution de l'instabilité due aux stocks reflète en partie l'augmentation de la taille du secteur des services et en partie l'amélioration des méthodes de gestion des stocks. Les auteurs de l'étude suggèrent également que la priorité donnée dans les politiques monétaires et budgétaires à des cadres d'action orientés vers la stabilité peut expliquer ce phénomène.

Aussi, la faible inflation de la décennie 1990 s'est révélée comme l'une des caractéristiques du dernier cycle de croissance. Une première explication voit dans la globalisation, l'intensification de la concurrence et la déréglementation, une force qui tend à limiter les hausses de prix en modérant le comportement de marge des producteurs [par exemple, Brayton, Roberts et Williams, 1999]. Aussi, la crédibilité de la politique de la Réserve Fédérale de lutte contre l'inflation réduirait l'inflation anticipée et limiterait l'augmentation des prix par les producteurs.

Pour certains, l'économie américaine a eu de la « chance » en bénéficiant de la réduction des prix de l'énergie et de l'amélioration des termes de l'échange avec un dollar fort sur cette période [par exemple, Gordon, 1998].

La faible inflation de la décennie 1990 s'expliquerait également par une réduction du NAIRU. Plusieurs études ont montré qu'il y avait un changement dans la relation chômage-inflation car les simulations dynamiques des modèles rapporte une inflation prévue supérieure à l'inflation observée [par exemple, Chang, 1997 ; Lown et Rich, 1997]. Plusieurs évolutions sont susceptibles d'expliquer une baisse du NAIRU :

- Les évolutions de la population active [Katz et Krueger, 1999] : vieillissement de la population et donc baisse de la part des jeunes dans la population active qui présente en général des taux de chômage supérieurs au reste de la population ; augmentation de la population carcérale.
- Une baisse du coût du travail et notamment du coût des avantages sociaux qui provient pour une large part de la modération du coût de la santé (renforcement de la concurrence des offreurs de soins dans le cadre des *Health Maintenance Organizations*).
- Une flexibilité du marché du travail accrue qui permet d'améliorer l'adéquation entre l'offre et la demande de travail et de modifier le comportement des salaires : baisse du taux de syndicalisation et du pouvoir de négociation des syndicats, réduction du taux de couverture conventionnelle, développement du temps partiel et plus généralement de l'individualisation des négociations salariales, augmentation de l'insécurité de l'emploi [par exemple, Aaronson et Sullivan, 1998]⁸.

L'inflation financière apparue à partir du début des années 1980 trouve son origine dans la réduction du risque macroéconomique mesuré par la volatilité du PIB et l'inflation

⁸ Ces dernières explications sont toutefois controversées, certaines études empiriques montrent que les années 1990 ne marquent pas d'accentuation de la tendance à l'augmentation de l'insécurité des salariés [par exemple, Stewart, 2000]. L'accélération des salaires réels à partir de 1996 tendrait de plus à montrer que le comportement des salaires n'a pas changé.

monétaire. Cette inflation financière permet d'expliquer la divergence constatée entre la rentabilité financière et la rentabilité économique. Elle n'apparaît donc pas comme la manifestation d'une bulle financière mais plutôt, au contraire, comme le résultat de la stabilité du régime qui assure ainsi indirectement sa cohérence.

Une démocratie actionnariale ?

De 1989 à 1998, près de 33 millions d'individus sont devenus propriétaires d'actions aux Etats-Unis. La participation directe et indirecte des ménages au marché boursier passe de 31,78% en 1989 à 48,89% en 1998⁹. Cette progression touche les ménages de tous les âges, de toutes les origines ethniques, de tous les niveaux d'éducation et de tous les niveaux de revenus et de richesse [Boucher, 2002]. La progression de la participation des ménages au marché boursier s'explique essentiellement par la croissance de la détention intermédiée c'est-à-dire via un mutual fund ou un compte retraite défiscalisé (IRA, 401(k), Keoghs, 403(b), etc.). En effet, la participation directe est restée plutôt stable au cours de la décennie 1990, autour de 17%, même si entre 1995 et 1998, elle a légèrement progressé. Parallèlement, les actions deviennent, à la fin de la décennie 1990, une des composantes majeures du patrimoine brut des ménages américains au même titre que les biens immobiliers.

Mais dans quelle mesure la montée du poids de la richesse boursière dans le patrimoine des ménages résulte-t-elle d'un comportement actif d'allocations de portefeuille de la part des ménages ? Une analyse plus détaillée de la composition du patrimoine des ménages américains et de son évolution au cours de la décennie 1990 indique d'une part, que la richesse boursière reste toujours extrêmement concentrée et, d'autre part, que le secteur des ménages est devenu vendeur net d'actions sur cette période.

Le patrimoine boursier s'est incontestablement étendu à un plus grand nombre de ménages de 1989 à 1998 (tableau 2). La part des actions détenue par les 10% des ménages avec les plus importants portefeuilles d'actions passe de 92,81% à 85,50% entre 1989 et 1998. Parallèlement, la part des actions détenue par le reste des ménages – sachant tout de même que plus de 50% des ménages ne détient aucune action – passe de 7,18% en 1989 à 14,5% en 1998. Le patrimoine boursier reste cependant toujours extrêmement concentré puisqu'en 1998, plus de 95% du patrimoine boursier est encore détenu par les 20% des ménages les plus dotés.

Le développement de la part des actions dans le patrimoine des ménages au cours de la décennie 1990 s'explique uniquement par « un effet prix » puisque le secteur des ménages a été vendeur net d'actions sur cette période. Le tableau 3 fait apparaître les achats nets d'actions opérés entre 1990 et 2001. Les ventes massives d'actions détenues directement n'ont pas été compensées par les achats pourtant massifs auprès des mutual funds et des compagnies d'assurances vie. Il aura donc fallu le rendement exceptionnel du marché boursier américain pendant la décennie 1990 pour que le patrimoine boursier des ménages puisse croître alors même que le secteur des ménages était vendeur net d'actions sur cette période.

L'évolution du patrimoine boursier des différents fractiles de ménages éclaire cet apparent paradoxe de ventes nettes d'action et d'une croissance de la participation (tableau 4). Le taux de croissance du patrimoine boursier détenu par le décile supérieur est très nettement

⁹ La décennie 1980 témoigne également d'une progression de la participation d'une ampleur équivalente, puisque la part des ménages qui investissent sur le marché boursier passe de 19% selon Avery et alii (1984) à 31,78% en 1989.

Cette progression de la participation des ménages américains au marché boursier apparaît d'autant plus remarquable qu'elle stagnait depuis les années 60. En 1962, selon le Census Bureau qui fournit les premières statistiques officielles sur le sujet, 18% des ménages possédaient déjà des actions.

inférieur à la croissance du patrimoine boursier détenu par le reste des ménages sur la période 1989-1998. Les ventes d'actions de la part des 10% des ménages les plus dotés en action, qui détenaient 92,8% du patrimoine boursier en 1989, n'ont pas été compensées par les achats des nouveaux participants. Le patrimoine boursier est devenu en conséquence plus équitablement distribué. Ce phénomène indique que les ménages qui détenaient directement des actions au début des années 1990 ont liquidé en partie leurs portefeuilles pour profiter du niveau élevé des cours boursiers. Au contraire, le développement de la participation des ménages « non-actionnaires » au début de la décennie 1990 s'est réalisé sur une période où les actions apparaissaient relativement chères. Cela suggère que la première catégorie de ménages a pu bénéficier d'effets richesses substantiels au cours de cette période alors que la seconde catégorie de ménages a au contraire dû réaliser un effort d'épargne pour se constituer une épargne-retraite (effet richesse négatif).

Au niveau macroéconomique, la part du patrimoine des ménages consacrée aux actions était équivalente à celle consacrée aux biens immobiliers à la fin de la décennie 1990. Au niveau désagrégé, ce constat est à nuancer fortement puisque selon le SCF, en 1998, la part des actions dans le patrimoine est supérieure ou égale à la part des biens immobiliers seulement pour les 5% des ménages les plus riches (graphique 18). Pour 70% des ménages, la résidence principale constitue même la majorité de leur richesse brute.

Il convient donc de ne pas confondre la participation au marché boursier et la détention du patrimoine boursier qui sont deux processus qui ont évolué sensiblement différemment au cours de la décennie 1990. Si le taux de détention des ménages passe de 32% à près de 50% de 1989 à 1998, l'augmentation de la part des actions dans le patrimoine du secteur des ménages s'explique uniquement par l'appréciation nominale des actions. Au niveau macroéconomique, le secteur des ménages a été vendeur net d'actions au cours de la décennie 1990. Les ventes d'actions de la part des 10% des ménages les plus dotés n'ont pas été compensées par les achats des nouveaux participants.

Nous avons pu constater également, qu'en matière de détention d'actions, le niveau agrégé masque de profondes disparités entre les ménages quant à la composition de leur patrimoine. Pour 70% des ménages, la résidence principale constitue même la majorité de leur richesse brute. Ce résultat permet de comprendre pourquoi l'effet richesse lié à l'immobilier peut être plus important que l'effet richesse lié aux actions. En effet, Shiller et al. [2001] montrent, à partir de données annuelles de 14 pays et de données trimestrielles d'un panel d'Etats américains, que l'effet richesse lié au marché immobilier est plus important que l'effet richesse lié au marché boursier. Aussi, l'appréciation de l'immobilier pendant la récession a sans doute permis de compenser les potentiels effets richesses négatifs liés aux corrections boursières opérées depuis 2000.

Les effets richesses et la réduction du taux d'épargne

La hausse de la valorisation boursière au cours de la décennie 1990 et son accélération à partir de 1995 sont souvent avancées pour expliquer, au cours de cette période, le dynamisme de la consommation des ménages, et son corollaire, la baisse du taux d'épargne. Pourtant, malgré la correction du marché boursier de 43% observées de août 2000 à juillet 2002, la consommation des ménages est restée relativement dynamique et le taux d'épargne constant.

Nous étudions dans cette partie l'influence des patrimoines boursier et immobilier des ménages sur leur consommation (1953T3-2003T3). Nous distinguons trois formes de richesse : la richesse boursière active, la richesse boursière passive et la richesse immobilière.

La richesse boursière active qui est constituée d'actifs détenus dans des comptes courants chez les courtiers en valeurs mobilières est très liquide. Aucun coût fiscal n'est associé à la

liquidation partielle ou totale de cette richesse. Au contraire, la richesse boursière passive, que nous identifions aux actions détenues par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels, est peu liquide¹⁰. Cette épargne est essentiellement constituée en vue de la retraite et la liquidation de ces actifs avant l'âge de la retraite comporte souvent des coûts fiscaux. Le développement de la participation des ménages au marché boursier s'est réalisée essentiellement par cette forme de détention.

Nous distinguons également la richesse immobilière de la richesse boursière compte tenu des différences de concentration de ces deux types de richesse. Les effets richesses peuvent ainsi différer car ils touchent un nombre très différent de ménages et des ménages différents. Toutefois, selon Starr-McCluer [1998], le poids des dépenses de consommation des ménages riches en proportion des dépenses totales est disproportionné. La tranche de 20% de ménages ayant les revenus les plus élevés a compté pour environ 37% de la consommation totale en 1995. Le comportement de ce groupe de ménages joue donc un rôle primordial dans l'analyse de l'effet richesse aux États-Unis.

Les richesses immobilières et boursières sont susceptibles d'emprunter des canaux différents lorsqu'ils stimulent la consommation. L'effet de la richesse sur la consommation des ménages est habituellement analysé dans le cadre de l'hypothèse du revenu permanent ou du modèle du cycle de vie, dans lesquels le niveau de la consommation dépend du « revenu permanent » des ménages, c'est-à-dire des flux de revenus du travail actuels et anticipés, auxquels s'ajoutent l'encours du patrimoine. L'appréciation de l'immobilier autorise également la renégociation des prêts hypothécaires et permet aux ménages d'augmenter l'encours de leurs emprunts.

Lorsque leur richesse augmente, les ménages peuvent soit encaisser leurs gains en capital et les consommer, soit décider de consommer davantage leurs revenus, en considérant que l'augmentation de leur richesse équivaut à un supplément d'épargne. Aussi, aux États-Unis, les prêts hypothécaires peuvent être utilisés pour financer des dépenses courantes, la richesse immobilière servant de garantie pour l'obtention de crédits à la consommation.

Les déterminants de la consommation de ménages retenus dans le cadre de notre estimation sont : le revenu disponible, la richesse boursière active, la richesse boursière passive, la richesse immobilière et le niveau des fed funds de la Réserve Fédérale. Les variables sont réelles, calculées par tête et exprimées en logarithme. Nous utilisons un modèle à correction d'erreur (méthode de Johansen) pour notre estimation. Le détail de ces résultats figure en Annexe.

L'estimation met en évidence le rôle significatif et important de la richesse boursière active et du patrimoine immobilier sur la consommation. Les résultats indiquent que 1\$ de richesse immobilière supplémentaire se traduit par près de 6 cents de consommation des ménages en plus et que 1\$ de richesse boursière active supplémentaire conduit à une augmentation de près de 4 cents de la consommation. La richesse boursière passive présente une élasticité de long terme négative ce qui signifie qu'une hausse de cette richesse réduit la

¹⁰ Choi, Laibson et Metrick [2000] examinent les transactions des actionnaires de deux plans 401(k) importants et trouvent que plus de la moitié des actionnaires n'a pas réalisé une seule transaction pendant la période de trois ans étudiée. Ameriks et Zeldes [2000] trouvent que 73% des participants d'un important fond de pension public (TIAA-CREF) n'ont effectué aucun changement dans l'allocation de leurs actifs pendant la période de 10 ans étudiée et que 14% des participants ont réalisé une seule transaction. Seulement 3% des participants ont effectué plus de cinq transactions sur la période de l'étude. L'Investment Company Institute [2001] note également que 89% des actionnaires de fonds à cotisations définies en 1998 n'ont opéré aucune liquidation de leurs actifs. Aussi, selon une enquête auprès des ménages actionnaires aux États-Unis, deux tiers des ménages mentionnent « la retraite » comme objectif principal de leur investissement en action et 83% ne se sentent pas concernés par les fluctuations de court terme de leur investissement [ICI et SIA, 1999].

consommation des ménages. Le coefficient apparaît cependant relativement faible et non-significatif¹¹.

Nous avons reconduit la procédure d'estimation en excluant la richesse boursière passive de l'espace de cointégration. L'élasticité de long terme de la richesse immobilière est dorénavant de 6,8. Au regard de la simulation du taux d'épargne sur tout l'échantillon, notre modèle paraît assez robuste (graphique 19)¹².

Afin d'évaluer approximativement¹³ le rôle des effets richesses dans la réduction du taux d'épargne des ménages au cours de la décennie 1990, nous avons comparé les évolutions de celui-ci dans quatre simulations dynamiques (graphique 20): une première avec les richesses observées, une seconde avec la richesse boursière active stabilisée à son niveau de 1989T4, une troisième avec la richesse immobilière stabilisée à son niveau de 1989T4, et une quatrième avec les deux formes de richesse stabilisées à leur niveau de 1989T4.

La baisse du taux d'épargne au cours de la décennie 1990 atteint 4 points du PIB (de 10% à 6%). Cette réduction du taux d'épargne s'explique essentiellement par les effets richesses. La simulation dynamique sans aucun effet richesse indique que le taux d'épargne aurait dû atteindre 10,69% en moyenne de 1999T1 à 2003T3. Simulé avec les deux effets richesses, le taux d'épargne atteint en moyenne 5,84% sur cette sous période. D'après ces simulations, 40% de cette différence s'explique par la valorisation du patrimoine immobilier et 60% par la valorisation de la richesse boursière active. La comparaison de ces différentes simulations montre également qu'à partir de 2001, l'effet richesse lié à l'immobilier permet au taux d'épargne de rester relativement constant et de ne pas remonter avec la réduction de la richesse boursière.

Par ailleurs, les fonctions de réponses impulsionnelles du modèle indiquent qu'un choc sur les fed funds entraînent une hausse de la richesse boursière active de 4,58% après 8 trimestres et de 3,16% à long-terme. Ce même choc conduit à long terme à une hausse de 2,37% du patrimoine immobilier et de 1,67% de la consommation des ménages.

Notre étude met en évidence l'existence d'effets richesses significatifs mais leur ampleur varie selon le type de richesse. L'effet richesse lié à l'immobilier apparaît le plus important avec une élasticité de long terme proche de 7%. L'effet richesse lié à la détention active d'actions est proche de 4%, ce qui est conforme aux estimations des études précédentes. L'impact d'une hausse de la richesse boursière passive apparaît au contraire négatif sur la consommation. Cet effet richesse n'est toutefois pas significatif. Cela peut s'expliquer par la relative illiquidité de ce type de richesse consacrée essentiellement à la constitution d'une épargne retraite. Ainsi, l'augmentation des effets richesses qui auraient pu apparaître avec le développement de la participation des ménages au marché boursier n'a pas eu lieu car celle-ci s'est réalisée essentiellement par l'intermédiaire d'une détention passive.

La baisse du taux d'épargne à partir de 1990 et jusqu'à 2003 s'explique essentiellement par des effets richesses. En fin de période, l'effet richesse lié à l'immobilier permet au taux d'épargne des ménages de rester relativement stable malgré l'effondrement de la valeur du patrimoine boursier. Aussi, nous avons mis en évidence l'influence de la politique monétaire sur ces effets richesses qui par une baisse des taux permet l'appréciation des différentes formes de richesse et la stimulation de la consommation.

Cette baisse du taux d'épargne au cours de la décennie 1990, associée au dynamisme de l'investissement, a conduit à un endettement croissant des ménages et des entreprises, financé par l'épargne du reste du monde.

¹¹ Un test d'exclusion indique que cette variable ne figure pas dans la relation de cointégration.

¹² Le taux d'épargne estimé ici n'est pas comparable au taux d'épargne disponible dans les NIPA qui prend en compte la totalité des dépenses des ménages (y compris intérêts et transferts au RDM).

¹³ Cela suppose implicitement que les évolutions de la richesses boursière active et de la richesse immobilière n'ont pas d'impact sur le taux d'intérêt et le revenu disponible.

La viabilité à long-terme du régime de croissance patrimonial américain

Le financement du déficit courant américain

De 1991 à 2003, le déficit courant américain s'est creusé de 530 milliards de dollars. Il atteint en 2003 un niveau record équivalent à 4,8% du PIB. La détérioration du solde commercial a joué, bien évidemment, un rôle essentiel dans celle du solde de la balance des paiements courants. Trois principaux facteurs expliquent l'évolution du solde commercial : l'écart de croissance entre les Etats-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux, l'appréciation du dollar de 1995 à 1999 qui a entraîné une dégradation de la compétitivité-prix américaine et la délocalisation du secteur manufacturier (appréciation du dollar et coût de la main d'œuvre).

D'un point de vue comptable, le solde courant est le reflet d'un déséquilibre interne entre épargne et investissement, le déficit courant étant égal à la somme du besoin de financement du secteur privé et du secteur public. L'économie américaine vit donc à crédit. Pour pallier le manque d'épargne domestique, les entreprises puis le secteur public ont fait appel à l'épargne non résidente jusqu'à rendre les États-Unis débiteurs nets du reste du monde. C'est à partir de 1986 que les Etats-Unis sont passés d'une situation de créancier net à une position de débiteur net. En 2003, la dette extérieure nette des Etats-Unis représentait 22% du PIB.

Au cours de la décennie 1990, le rétablissement de la capacité de financement du secteur public ne permet pas de compenser la dégradation de la capacité de financement du secteur privé creusant ainsi le déficit de la balance courante et donc le besoin de financement extérieur jusqu'en 2000. Ensuite, la reconstitution des profits à partir de fin 2001 puis la réduction de la fiscalité sur les profits permet de rétablir de façon spectaculaire la capacité de financement des entreprises (graphique 21). Ainsi, au troisième trimestre 2003, la balance du secteur privé est quasiment équilibrée. Au contraire, le secteur public passe d'une capacité de financement de 2% du PIB en 2000 à un besoin de financement de 4,3% du PIB fin 2003. Le déficit courant fin 2003 ne reflète plus que le besoin de financement du secteur public.

Le besoin de financement vis à vis du reste du monde a jusqu'ici toujours été alimenté par l'épargne du reste du monde. La nature des entrées des capitaux non-résidents a cependant changé. Depuis 2000, le montant des flux d'investissements étrangers aux Etats-Unis et des achats nets d'actions ont fortement décliné. Les investissements en obligations privées se sont, pour leur part, maintenus. Ce sont les achats de bons et obligations du Trésor américain qui ont pris le relais, essentiellement par l'achat par les non-résidents de titres de maturité inférieure à un an (pour une grande partie de la part des banques centrales asiatiques). Les États-Unis sont donc condamnés à attirer l'épargne excédentaire des non-résidents car leurs dépenses excèdent leurs revenus. Ce prélèvement de l'épargne mondiale nette (près de 75%) nourrit les craintes d'une éviction des zones émergentes du marché international des capitaux [Bourguinat, 2003].

Les Etats-Unis peuvent-ils encore longtemps vivre au-dessus de leurs moyens et attirer l'épargne mondiale ? La soutenabilité du déficit courant d'un pays s'apprécie en fonction de sa capacité à attirer des flux de capitaux étrangers pour le financer et à honorer le service de sa dette. De ce point de vue, il existe plusieurs raisons de croire que la déstabilisation du régime de proviendra pas d'un problème de financement du déficit courant.

En premier lieu, le dollar demeure la monnaie de réserve et la monnaie de transaction internationale ce qui assure une demande structurelle pour cette monnaie.

En second lieu, les Etats-Unis empruntent presque exclusivement en dollars ce qui ne leur fait courir aucun risque de change. De plus, le solde des revenus montre que les intérêts nets

acquittés ne représentent qu'une faible part du déficit de la balance des paiements en raison de la structure des actifs détenus. Les actifs américains détenus par le reste du monde se répartissaient en 2002 de la façon suivante : 17% d'IDE, 14% d'actions, 34% d'obligations (16% de bons du Trésor et 18% d'obligations corporate). Les actifs étrangers détenus par des résidents américains se composaient en 2002 de 29% d'IDE, 21% d'actions et seulement 8% d'obligations. Les Etats-Unis détiennent davantage d'actifs à risques mais à rendement plus élevé, ce qui explique pourquoi le solde des revenus reste excédentaire.

Enfin, si l'on considère le rendement corrigé du risque, les Etats-Unis restent le pays le plus attrayant pour les investisseurs internationaux. La croissance des Etats-Unis a surpassé celles des autres pays développés et de nombreux pays émergents (à l'exception de la Chine et des NPI d'Asie) au cours de la décennie 1990. Aussi, l'économie américaine s'est distinguée par la faible volatilité de son activité et par une inflation modérée et stable, ce qui en fait une destination peu risquée pour les placements internationaux. Par ailleurs, la profondeur et la liquidité des marchés financiers américains en font une destination privilégiée pour les capitaux internationaux.

Le besoin de financement des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde pourrait être une source majeure de déstabilisation du régime. Mais jusqu'ici l'épargne étrangère a toujours répondu à ce besoin. La performance de l'économie américaine, le rôle du dollar comme première monnaie internationale et l'attractivité de ses marchés financiers expliquent la capacité des Etats-Unis à s'endetter massivement vis à vis du reste du monde. Seule, la remise en cause du dollar comme première monnaie internationale avec la création de l'euro pourrait déstabiliser le financement « sans pleurs » de la balance courante américaine.

Le risque de déflation et le policy mix dans le régime d'accumulation patrimonial

La déflation constitue le risque principal du régime d'accumulation patrimonial américain en raison du niveau d'endettement des ménages, du niveau des taux d'intérêt qui atteignent des niveaux planchers et ne peuvent que remonter, du risque d'ajustement sur le marché immobilier, du niveau toujours élevé de la valorisation des cours boursiers et de l'épuisement du policy mix expansionniste. La déflation combine à la fois une contraction de l'activité et une baisse continue du niveau général des prix. Le point de départ est la volonté des agents privés de se désendetter (ménages et/ou entreprises).

Dans sa version la plus aiguë, la charge financière des agents augmente plus vite que leurs ressources en raison de la montée des taux d'intérêt réels (l'inflation chute plus vite que les taux nominaux). Mais la déflation reste un phénomène latent comme le prouve la situation du Japon où la baisse du niveau général des prix ne s'est concrétisé que près de 10 ans après l'éclatement des bulles boursières et immobilières. L'effondrement des prix n'est que la manifestation ultime de la déflation.

A partir du moment où les agents anticipent une baisse continue des prix, les autorités monétaires ne peuvent plus stimuler l'économie puisque même avec des taux d'intérêt nominaux à zéro, les taux d'intérêt réels anticipés restent positifs. Le phénomène de trappe à liquidité apparaît alors. Celui-ci passe dans sa version extrême par un refus simultané du secteur privé d'emprunter et un refus du système bancaire de prêter. La situation du Japon dans les années 1990 en est une bonne illustration. Le système bancaire faiblement capitalisé et ployant sous des créances douteuses ne peut plus assurer la distribution du crédit. Les ménages qui anticipent la baisse des prix et qui présentent une aversion pour le risque élevée augmentent leur épargne.

La politique monétaire, si elle intervient à temps, est alors un instrument privilégié dans la mesure où elle influence significativement les conditions de financement de l'économie. Selon Ahearne et alii [2002], la politique monétaire japonaise n'a pas été, à temps et

suffisamment, accommodante pour éviter au Japon de s'enfoncer dans une spirale déflationniste. Au contraire, la Réserve fédérale a réduit le taux d'escompte de 550 points de base de janvier 2001 à juillet 2003 (450 en 1929). Jamais la banque centrale américaine n'avait autant abaissé ses taux depuis sa création en 1913. Non seulement les autorités monétaires ont baissé massivement les taux, mais ils les ont ensuite durablement maintenus à un niveau qui n'avait pas été observé depuis 40 ans.

Mais au lieu de stimuler rapidement l'investissement productif, qui n'a pu rapidement redémarrer du fait du manque de perspectives de débouchés, de la dégradation des conditions d'accès à un financement pour les entreprises et de la reconstitution de leur profitabilité, la baisse des taux a surtout soutenu la consommation et l'investissement des ménages en favorisant la hausse des prix de l'immobilier et l'endettement des ménages.

La baisse des taux d'intérêt a permis de stimuler la valorisation du patrimoine immobilier et de limiter l'augmentation de la charge de leur dette,¹⁴ facilitant ainsi la poursuite de leur endettement (graphique 22) et contenir l'effet richesse négatif du patrimoine boursier¹⁵.

Les autorités monétaires ont-elles suivies une politique « classique » de baisse des taux d'intérêt en période de récession ou bien ont-elles agi consciemment sur les effets richesses en assouplissant plus qu'à l'accoutumée les conditions monétaires ?

Au regard d'une règle de Taylor traditionnelle, la politique monétaire a été assez accommodante depuis l'entrée en récession. Cechetti [2003] montre qu'une règle de Taylor classique permet d'expliquer 375 des 475 points de base de baisse des fed funds constatés jusqu'au premier trimestre 2002. Au contraire, une règle de Taylor augmentée d'une composante intégrant les prix d'actifs permet d'expliquer l'intégralité de cette baisse.

Les assouplissements monétaires ont, semble-t-il, dépassé le cadre de la gestion classique des ralentissements conjoncturels. Toutefois, l'ampleur de la baisse des taux d'intérêt et leur maintien à un niveau plancher historique n'aurait certainement pas été possible si l'inflation avait suivi un comportement similaire à celui constaté lors des cycles passés. Le dilemme stabilité monétaire-stabilité financière n'a donc pas eu lieu [London, 2000b].

Aussi, nous avons vu le rôle de la politique fiscale expansionniste qui a permis de stimuler le pouvoir d'achat des ménages (+8,76% de 2001T1 à 2003T3) alors que les revenus personnels nets des transferts n'ont quasiment pas progressé depuis l'entrée en récession au premier trimestre 2001. Le relatif dynamisme du revenu disponible des ménages a permis alors de soutenir la consommation. Associée à la baisse des taux, l'évolution du revenu disponible a permis d'alléger le poids de la charge de la dette des ménages (graphique 23).

Le risque qui pèse sur les ménages et en particulier les deux institutions financières semi-publiques, « Fannie Mae » et « Freddie Mac », qui refinancent la dette hypothécaire en émettant des obligations, est alors la dévalorisation des actifs immobiliers. Depuis 1995, la croissance soutenue des prix de l'immobilier (+30% en termes réels jusqu'en 2003T3) comme la progression du ratio des prix des logements sur les loyers (semblable au PER pour le marché boursier) peuvent suggérer la formation d'une bulle spéculative. Le risque d'un retournement brutal des prix de l'immobilier n'est donc pas à écarter. Les résultats d'une estimation économétrique des prix réels de l'immobilier (résultats en Annexe) montrent une déconnexion à partir du second trimestre 2001 entre les prix constatés et la simulation dynamique des prix effectuée à partir de 1995 (graphique 24). Les fondamentaux retenus pour cette estimation sont : les prix des loyers, le revenu disponible, le taux d'intérêt hypothécaire, le taux de chômage, le taux de croissance de la population et le taux d'inflation. Même en supposant l'absence de bulle immobilière fin 2003, l'évolution des prix immobiliers n'est de

¹⁴ La baisse des taux permet à la fois d'acquiescer de la dette sans augmenter le service de cette dette mais aussi de substituer de la dette « chère » à de la dette « meilleur marché ».

¹⁵ Notamment par un mouvement massif de renégociation des prêts hypothécaires avec extraction de liquidités.

toute façon pas soutenable à terme (taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas et niveau des prix élevé).

Les autorités monétaires et budgétaires ont donc pratiqué une politique de « fuite en avant » en menant une baisse importante des taux et des réductions d'impôts qui a permis d'éviter le désendettement des ménages et l'entrée dans la spirale déflationniste. Toutefois, le dynamisme de la consommation, qui a permis jusqu'ici de soutenir l'activité, risque de s'épuiser avec la fin des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes et le ralentissement de la croissance des prix de l'immobilier. Sans reprise rapide de l'investissement qui dépend des gains de productivité et de la vitesse avec laquelle la rentabilité des entreprises sera reconstituée, l'économie américaine risque de rentrer dans une phase de croissance molle sous pressions déflationniste. Le risque le plus immédiat repose sur une baisse brutale des prix immobiliers entraînant l'insolvabilité des dettes hypothécaires.

L'agenda de la politique économique

Si la déflation n'est pas encore présente (+1,86% d'inflation en 2003T3), l'expérience japonaise témoigne de la lenteur avec laquelle ce processus peut se mettre en place. Pour le vice-président de la Réserve fédérale [Bernanke, 2002], la déflation n'est pourtant pas une fatalité.

Afin de prévenir ce risque, les autorités monétaires pourraient se fixer une cible d'inflation suffisamment élevée de façon à mener une politique accommodante lorsque le niveau général des prix se ralentira excessivement.

Aussi, compte tenu du risque d'insolvabilité des ménages à moyen terme (les taux d'intérêt ne peuvent qu'augmenter et l'évolution des prix immobiliers n'est pas soutenable), le renforcement des règles prudentielles et de la supervision non seulement des banques mais également des institutions financières qui portent les risques de crédit, permettra de s'assurer contre le risque déflationniste.

Selon Bernanke, face à la déflation, les autorités monétaires ne sont pas désarmées et sont susceptibles d'utiliser des méthodes « non-conventionnelles » lorsque les taux d'intérêt ne peuvent plus être baissés. La Banque centrale peut ainsi agir sur l'ensemble de la courbe des taux par l'achat de titres du Trésor de différentes maturités¹⁶ et sur le taux de change afin de reflater rapidement le système.

Enfin, l'objectif du gouvernement américain pourrait être de faire baisser progressivement le dollar et abandonner la politique du dollar fort de façon à ralentir le rythme de délocalisation manufacturière à l'étranger et redynamiser l'emploi. Cela aurait l'avantage, en outre, de contenir les forces déflationnistes, de rééquilibrer la balance courante et d'accroître la demande extérieure. La baisse du dollar devrait se réaliser progressivement afin d'éviter un ajustement brutal sur le marché des changes qui risquerait de réduire les entrées de capitaux et ainsi faire remonter trop rapidement les taux d'intérêt risquant de rendre la dette extérieure insoutenable.

L'examen d'une décennie de croissance et d'une récession aux Etats-Unis nous a permis de mettre en évidence l'originalité de la configuration macroéconomique et financière du régime d'accumulation patrimonial en place. Ce régime se caractérise par une croissance longue, stable et non inflationniste générant, par une baisse du risque macroéconomique une

¹⁶ Les autorités monétaires annoncent des taux plafonds sur les titres du Trésor tout en s'engageant à racheter le surcroît d'offre de titres dans le cas où les plafonds seraient franchis.

inflation financière qui vient médiatiser la tension entre rentabilité économique et rentabilité financière. Cette inflation financière, associée à la fin de la décennie 1990 à la valorisation de l'immobilier, a entraîné la réduction du taux d'épargne des ménages. Le dynamisme de l'investissement productif et la baisse de l'effort d'épargne des ménages ont creusé jusqu'à fin 2000 le besoin de financement du secteur privé. Le rétablissement de la capacité de financement du secteur public au cours des années 1990 n'aura pas suffi à compenser cette dégradation de la capacité de financement du secteur privé, creusant ainsi le déficit de la balance courante.

L'inflation financière constitue le trait dominant de ce régime et apparaît comme la solution de la contradiction liée à la divergence entre rentabilité économique et rentabilité financière. La constitution d'une bulle financière, comprise comme une accélération de l'inflation financière sans contrepartie réelle, entre 1997 et 2000, a permis de rendre compatible rentabilité financière et rentabilité économique au moment où cette dernière se réduit avec la baisse des profits. Dans ce régime d'accumulation, les tensions ne se traduisent ainsi pas par l'inflation monétaire comme pour le régime fordiste mais, en raison de la tension entre rentabilité financière et rentabilité économique, par une inflation financière. En effet, les crises se suivent mais ne se ressemblent pas puisque les formes institutionnelles intègrent précisément les conditions qui ont permis de surmonter la crise structurelle précédente [Boyer, 1999].

La récession de 2001 apparaît alors comme une « crise endogène » [Boyer, 1986] dans le sens où elle apure les tensions et les déséquilibres accumulés lors de l'expansion : surinvestissement et bulle financière à la fin de la décennie 1990. Elle révèle par-là même, les mécanismes associés au mode de régulation du régime : i) l'emploi et les revenus s'ajustent afin de permettre rapidement la reconstitution des profits et le processus d'accumulation ; ii) les politiques monétaire et fiscale expansionnistes (baisse des taux d'intérêt et stimulation du revenu disponible) viennent désamorcer le processus de désendettement qui conduirait l'économie dans la spirale déflationniste ; iii) le développement de la participation des ménages au marché boursier s'est réalisé via une détention intermédiée dépourvue d'effets richesse qui aurait pu déstabiliser le régime lors du retournement du marché boursier.

Cette configuration du régime (baisse de l'inflation et de la volatilité de l'activité, déficit de la balance courante, inflation financière) prend place dès la fin des années 1970 et le début des années 1980 avec plusieurs transformations qui naissent de la crise du régime fordiste : i) politique monétaire de lutte contre l'inflation dès 1979 ; ii) déréglementation financière, des échanges et des investissements directs qui autoriseront le triptyque endettement, déficit de la balance des paiements courants et captation de l'épargne mondiale ; iii) transformation du rapport salarial vers plus de flexibilité qui, rappelons-le, n'attend pas l'établissement du pouvoir actionnarial, iv) développement de la gestion collective de l'épargne et reconstitution d'un capital porteur de droits de propriété avec la transformation des marchés financiers (déréglementation, accroissement de la division du travail financier et recours aux procédures) et l'individualisation de la retraite accompagnée de réformes juridiques [Montagne, 2000]. La croissance des années 1980 pourrait ainsi être analysée comme un régime hybride pris entre la crise du régime fordiste et la recomposition du régime patrimonial.

La période qui s'ouvre maintenant apparaît comme une époque charnière. La « crise endogène » pourrait rapidement se transformer en une « crise du mode de régulation » dans le sens où les mécanismes associés au mode de régulation décrits précédemment, et en particulier la politique économique, pourraient se révéler incapables de renverser les enchaînements défavorables conjoncturels [Boyer, 1986]. En effet, la consommation des ménages qui tirait la croissance pendant la période de récession risque de s'essouffler avec l'épuisement des stimulations fiscale et monétaire et le ralentissement de la croissance des prix de l'immobilier. Cela dépendra de la vitesse avec laquelle l'investissement viendra

prendre le relais de la consommation. Les gains de productivité (qui renouent avec leur rythme des années 1960) et le rétablissement des profits et de la rentabilité économique observés à la sortie de la récession devraient y contribuer rapidement et mettre fin à l'atonie des créations d'emplois et de la progression des revenus personnels. Mais pour autant, le risque déflationniste n'est pas écarté compte tenu du niveau d'endettement des ménages et du poids de la charge de cette dette.

Bibliographie

- AARONSON D. SULLIVAN D. [1998], *The decline of job security in the 1990s: Displacement, anxiety, and their effect on wage growth*, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago
- ABEL A. [2001], « Will Bequests Attenuate the Predicted Meltdown in Stock Prices When Baby Boomers Retire ? », NBER Working Paper 8131, février.
- AGLIETTA M. [1998], « Le capitalisme de demain », *Note de la fondation Saint-Simon*, n°101, novembre.
- AHEARNE A., GAGNON J., HALTMAIER J., KAMIN S. [2002], « Preventing deflation : lessons from Japan's experience in the 1990s », *International Finance Discussion Papers*, n° 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, juin.
- AHMED S., LEVIN A. AND WILSON B. [2001], "Recent U.S. Macroeconomic Stability : Good Luck, Good Policies, or Good Practices ?", The Board of Governors of the Federal Reserve System, January.
- AMERIKS J., ZELDES S. [2000], « How Do Household Portfolio Shares Vary with Age ? », TIAA-CREF Institute Working Paper, septembre.
- APROBERTS L. [2000], *Les retraites aux Etats-Unis*, La Dispute, Paris.
- BASAK S., CUOCO D. [1998], « An Equilibrium Model with Restricted Stock Market Participation », *Review of Financial Studies*, 11, p.309-341.
- BERNANKE B. [2002], « Deflation - making sure "it" doesn't happen here », BIS Review, 68.
- BLANCHARD O., SIMON J. [2001], « The Long and Large Decline in US Output Volatility », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.1, p.135-174.
- BOUCHER C. [2003], « US Stock Market Valuation: The Role of the Macroeconomic Risk Premium », Conférence de l'AFFI, 18-19 décembre 2003, Paris.
- BOUCHER C. [2002], « Le patrimoine boursier des ménages américains au cours de la décennie 1990 », Document de travail, Université Paris XIII.
- BOURGUINAT H. [2003], « Le retour de déficits jumeaux américains et le partage de l'épargne mondiale », *Revue d'économie politique*, Juillet-août.
- BOUSSEMART J-M. [2003], « Les Etats-Unis en voie de désindustrialisation ? », *revue de Rexecode*, 81-82.
- BOYER R. [1986], *La théorie de la régulation : une analyse critique*, Agalma, La Découverte, Paris.
- BOYER R. [1999], « Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance : le point sur quelques recherches régulationnistes », in *L'Année de la Régulation*, vol. 3, La Découverte, Paris.
- BRAYTON F., ROBERTS J. AND WILLIAMS J. [1999], "What's Happened to the Phillips Curve ?", The Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Paper 1999-49.
- BROOKS R. [2000], « Life Cycle Portfolio Choice and Asset Market Effects of the Baby Boom », mimeo, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- CAMPBELL J., SHILLER R. [2001], « Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook : An Update », NBER Working Paper 8282.
- CAMPBELL Y., SHILLER R. [1998], « Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook », *Journal of Portfolio Management*, 24:11-26.
- CASE K., SHILLER R., QUIGLEY J. [2001], « Comparing Wealth Effects : The Stock Market Versus the Housing Market », NBER Working Paper 8606 .

CECHETTI S. [2003], What the FOMC Says and Does When the Stock Market Booms, Conference on Asset Prices and Monetary Policy, Reserve Bank of Australia, 18-19 August 2003.

CHANG R. [1997], « Is low unemployment inflationary ? », *Economic Review*, 82(1), Federal Reserve Bank of Atlanta.

CHAUVIN V., DUPONT G. [2003], Les taux d'intérêt soutiennent l'immobilier, lettre de l'OFCE, n°231, février.

CHESNAIS F. [2001], « La « nouvelle économie » : une conjoncture propre à la puissance Hégémonique américaine », *Une nouvelle phase du capitalisme ?*, Syllepse.

CHOI J., LAIBSON D., METRICK A. [2000], « Does the Internet Increase Trading ? Evidence from Investor Behavior in 401(k) Plans », NBER Working Paper 7878.

CLARIDA R., GALI J. AND GERTLER M. [2000], "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability : Evidence and Some Theory", *Quarterly Journal of Economics*, n° 115, p. 147-180.

COUTROT T. [1998], *L'entreprise néolibérale, nouvelle utopie capitaliste ?*, La Découverte, Paris.

DALSGAARD T., ELMESKOV J., PARK C-Y. [2002], « Ongoing changes in the business cycle -- evidence and causes », *Documents de travail du Département des affaires économiques*, n° 315,

GORDON R. [1998], "Foundations of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, p. 297-333.

HEATON J., LUCAS D. [1999], « Stock Prices and Fundamentals », *NBER Macroeconomics Annual*, p. 213-262.

ICI & SIA [1999], *Equity Ownership in American*, Fall, Washington, Investment Company Institute and the Securities Industry Association.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE [2001], "redemption activity of mutual fund owners", *ICI Research in Brief*, 10(1), March.

JAGANNATHAN R., McGrattan E., Scherbina A. [2001], « The Declining U.S. Equity Premium », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, 24(4), p.3-19.

JEFFERS E., PLIHON D. [2001], « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Economie Financière*, 63.

KAHN J., MCCONNELL M. AND PEREZ-QUIROS G. [2000], "Inventories and the Information Revolution: Implications for Output Volatility", Federal Reserve Bank of New York, December.

KATZ L., KRUEGER A. [1999], "The High-Pressure U.S. Labor Market of the 1990's", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp.1-87.

KIM, C. NELSON, C. R. [1999], « Has the U.S. Economy Become More Stable? A Bayesian Approach Based on a Markov-Switching Model of the Business Cycle », *The Review of Economics and Statistics*, 81(4), novembre, 608 – 616.

LA PORTA A., LOPEZ-DE-SILANES F., SCHLEIFER A. [1998], « Corporate Ownership around the World », NBER Working Paper n° 6625, juin.

LORDON F. [2000b], « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de « la valeur actionnariale » », in *L'Année de la Régulation*, vol. 4, La Découverte, Paris.

LORDON F. [2000a], *Fonds de pension, piège à cons ?*, *Mirage de la démocratie actionnariale*, Liber/Raisons d'Agir, Paris.

LORDON F. [1999], « Le nouvel agenda de la politique économique en régime d'accumulation financiarisé » in Duménil G., Levy D. (sous dir.), *Le Triangle infernal*, PUF, Paris.

LOWN C., RICH R. [1997], « Is there an inflation puzzle ? », Federal Reserve Bank of New-York, *Economic Policy Review*, december.

MANKIW G., ZELDES S. [1991], « The consumption of stockholders and nonstockholders », *Journal of Financial Economics*, 29.

MONTAGNE S. [2000], « Retraite complémentaire et marchés financiers aux Etats-Unis », in *L'Année de la Régulation*, vol. 4, La Découverte, Paris.

PLIHON D. (sous la dir.) [2002] « *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance* », Commissariat général du Plan, rapport du groupe présidé par D. Plihon, La documentation Française

PLIHON D. [2003], *Le nouveau capitalisme*, La Découverte, coll. « Repères ».

REA J., REID B. [1998], « Trends in the Ownership Costs of Equity Mutual Funds », *Perspective*, 4(3), Investment Company Institute.

REA J., REID B. [1999], « Total Shareholder Cost of Bond and Money Market Mutual Funds », *Perspective*, (5)3, Investment Company Institute

SAUVIAT C., MONTAGNE S. [2001], « La pression des marchés financiers sur les politiques sociales des entreprises : le cas français », *Travail et Emploi*, n°87, juillet.

SHILLER R. [2000], *Irrational Exuberance*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.

SIEGEL J. [1998], *Stocks for the Long-Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, New York : McGraw-Hill.

STARR-MCCLUER M. [1998]. « Stock Market Wealth and Consumer Spending », document de travail no 1998-20 du Federal Reserve Board of Governors.

STEWART J. [2000], « Did Job Security Decline in the 1990s? », BLS Working Papers, n°330, August.

YOO P. [1994], « Age Dependent Portfolio Selection », Working Paper 94-003A, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Tableau 1. Caractéristiques des phases d'expansion aux Etats-Unis

	1961T1- 1969T4	1970T4- 1973T4	1975T1- 1980T1	1980T3- 1981T3	1982T4- 1990T3	1991T1- 2001T1
Durée (mois)	106	36	58	12	92	120
PIB	4,97	5,17	4,26	4,35	4,33	3,45
Consommation	4,75	4,81	3,86	9,31	4,09	3,73
Revenus personnels	4,88	4,77	4,09	2,21	3,98	3,64
Taux d'épargne	10,64	12,21	11,55	13,07	11,62	8,06
Investissement	8,26	13,75	9,59	2,19	6,81	7,62
Taux d'investissement	11,62	12,95	12,89	13,14	13,44	14,87
Inflation	2,54	5,10	8,73	8,81	3,89	2,80
Chômage	4,66	5,50	6,95	7,43	6,81	5,54
Productivité	3,16	3,13	1,68	2,03	1,92	2,11
Volatilité*						
PIB	2,96	4,08	3,98	5,24	2,27	1,90
Consommation	2,82	3,46	2,52	2,27	2,23	1,67
Investissement	15,30	21,08	17,49	30,52	17,88	11,82
Exportations	32,73	21,17	14,43	6,78	6,76	7,01
Revenus personnels	1,58	2,99	1,86	4,87	2,15	3,34
Profits	15,09	25,23	29,57	20,48	21,18	19,98
Inflation	1,47	1,83	2,72	1,21	1,03	0,68
Fed funds	4,33	5,80	7,26	15,84	8,24	4,94
Taux d'intérêt à 3mois						
nominal	4,14	5,07	6,79	13,59	7,48	4,65
réel	1,60	-0,02	-1,94	4,78	3,59	1,85
Taux d'intérêt à 10 ans						
nominal	4,75	6,39	8,25	12,86	9,58	6,34
réel	2,22	1,30	-0,48	4,05	5,69	3,53
S&P500	1,32	-0,60	-2,38	-4,94	8,98	9,13
PER						
début de cycle	20,75	17,55	10,22	8,38	11,03	18,65
fin de cycle	15,76	12,74	7,39	8,55	16,81	26,10
Immobilier	nd	nd	1,40	-3,43	1,75	1,15
Dette des ménages / Revenu disponible (%)	65,69	63,77	65,56	67,87	75,17	92,48
Richesse brute des ménages / Revenu disponible	5,70	5,43	5,13	5,32	5,46	6,22
Solde du gouvernement fédéral/PIB (%)						
début de cycle	0,47	-2,15	-6,49	-2,06	-5,12	-3,55
fin de cycle	0,56	-0,40	-1,13	-1,61	-2,96	1,56
Balance des paiements courants/PIB (%)						
début de cycle	1,02	0,42	1,43	0,33	-0,14	0,30
fin de cycle	0,16	1,10	-0,29	0,31	-1,21	-3,99

Taux de croissance annualisé moyen des variables déflatées de l'indice des prix à la consommation.

* Ecart-type des taux de croissance trimestriels annualisés sur chaque période.

Sources : Federal reserve, BLS, BEA, OFHEO, calculs de l'auteur.

Tableau 2. Distribution du patrimoine boursier des ménages selon différents fractiles de patrimoine boursier

	1989	1992	1995	1998
sommet 1%	51,47%	49,84%	50,07%	47,27%
9% suivant	41,34%	40,34%	39,30%	38,23%
10% suivant	5,99%	7,70%	7,86%	9,82%
20% suivant	1,19%	2,12%	2,77%	4,51%
bas 60%	0,00%	0,00%	0,0005%	0,16%

Source : Survey of Consumer Finance

Tableau 3. Flux nets d'achats d'actions de la part des ménages en moyenne trimestrielle (En milliards de dollars)

	1990- 1994	1995- 1999	2000- 2001
Actions (toutes formes)	-40,10	-422,32	301,84
Détention directe	-62,19	-249,04	-398,48
Détention indirecte	22,10	-173,29	700,32
Mutual Funds	28,33	79,77	222,01
Fonds de pension privés	0,37	-153,51	226,93
DB	-10,04	-104,00	24,53
DC	10,41	-49,51	202,40
Fonds de pensions publics	0,92	-81,84	145,43
Assurance-vie	17,72	24,37	127,06
Trustee	-25,24	-42,08	-21,11

Note : Les FFA ne fournissent pas les flux nets d'achats d'actions de la part des ménages selon les différentes formes de détention. Les données de flux concernant les achats d'actions des ménages ne sont disponibles que pour la détention directe. Nous avons donc calculé les flux d'achats d'actions pour les autres formes selon la méthode suivante :

A partir des données concernant la détention directe des ménages, nous avons calculé le taux de croissance de la valeur nominale du patrimoine boursier retenu par les FFA (R.100). Le montant d'actions (encours) détenu par les ménages selon les différentes formes nous est fourni par le tableau B.100e. Nous avons ensuite mesuré les flux nets d'achats d'actions des ménages pour chaque forme de détention comme ceci : flux nets + appréciation nominale = variation de l'encours. Ou encore : flux nets = encours de l'année (t) - encours de l'année (t-1) x taux de croissance de la valeur nominale des actions.

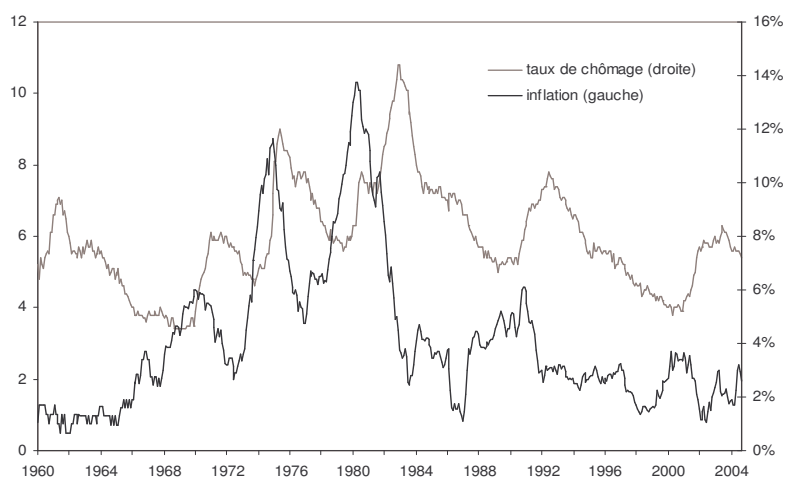
Source : Ffederal Reserve (Tables R100 et R100e).

Tableau 4. Taux de croissance annuels moyens du patrimoine boursier des ménages selon différents fractiles de patrimoine boursier (%)

	1989-1992	1992-1995	1995-1998	1989-1998
sommet 1%	6,91	17,81	24,59	11,93
9% suivant	7,19	16,61	25,84	11,99
10% suivant	17,49	18,46	36,80	17,46
20% suivant	31,06	28,68	49,38	25,98
bas 60%	0	Ø	788,10	Ø
Total	8,07%	17,64%	27,00%	12,72

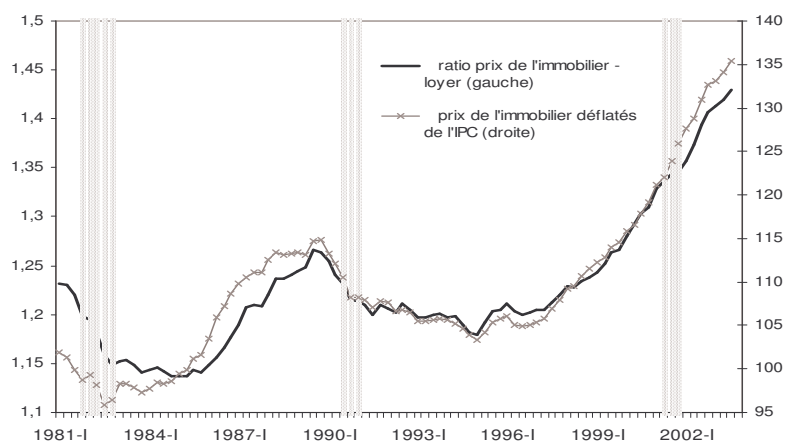
Source : Survey of Consumer Finance

Graphique 1. Taux de chômage et inflation



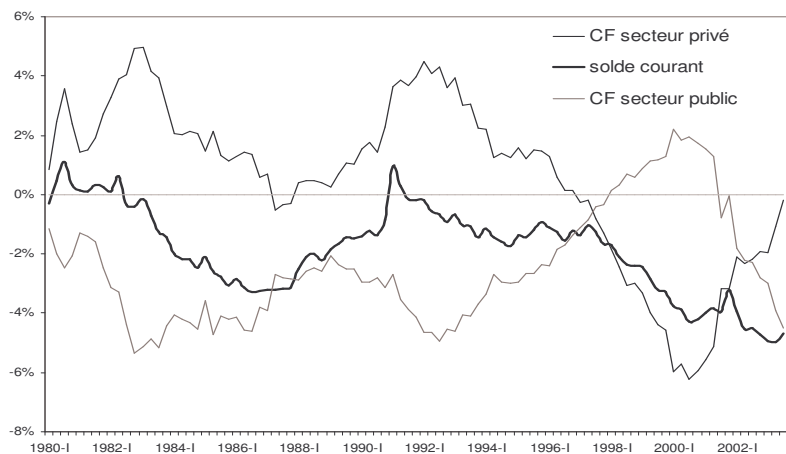
Source : BLS.

Graphique 2. Prix réels de l'immobilier et ratio prix de l'immobilier - prix des loyers (périodes de récession grisées)



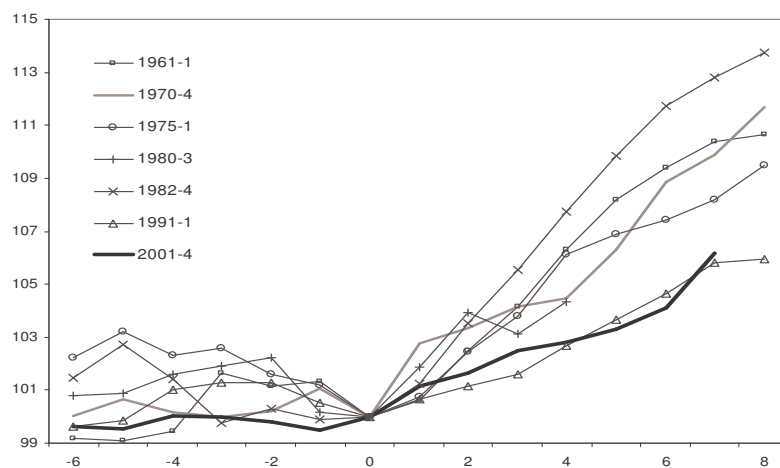
SourceS : BLS, OFHEO.

Graphique 3. Capacité de financement du secteur privé, du secteur public, et solde de la balance des paiements courants (en % du PIB)



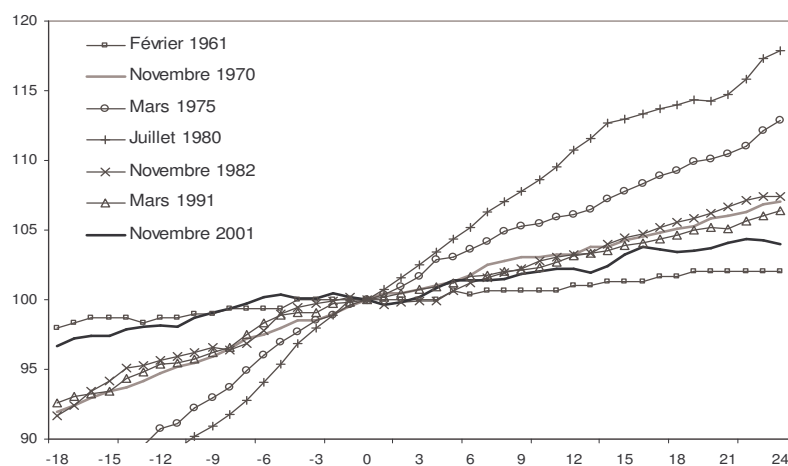
SourceS : Federal Reserve, BEA.

Graphique 4. Evolutions comparées du PIB lors des récessions



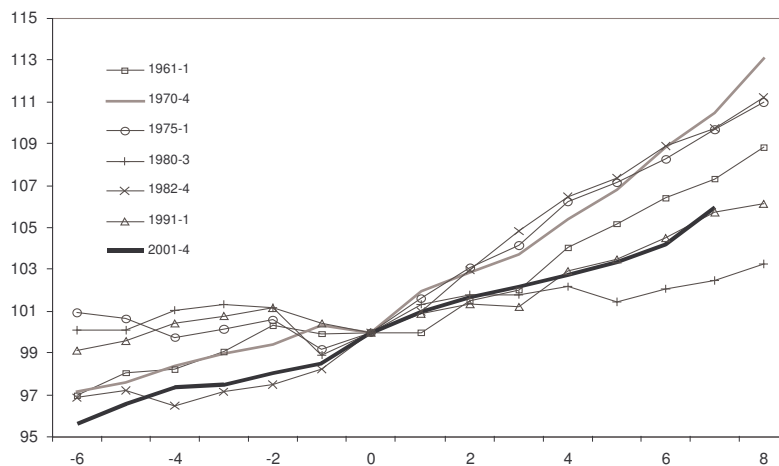
Source : BEA

Graphique 5. Evolutions comparées de l'indice des prix à la consommation lors des récessions



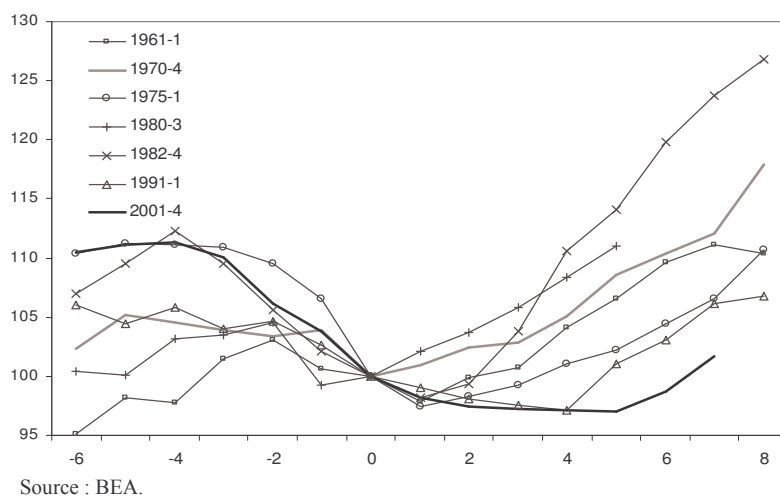
Source : BLS

Graphique 6. Evolutions comparées de la consommation privée lors des récessions

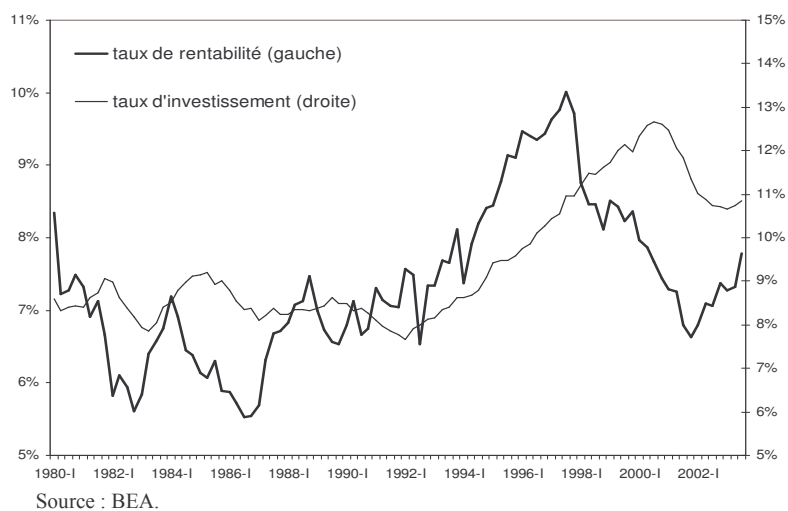


Source : BEA.

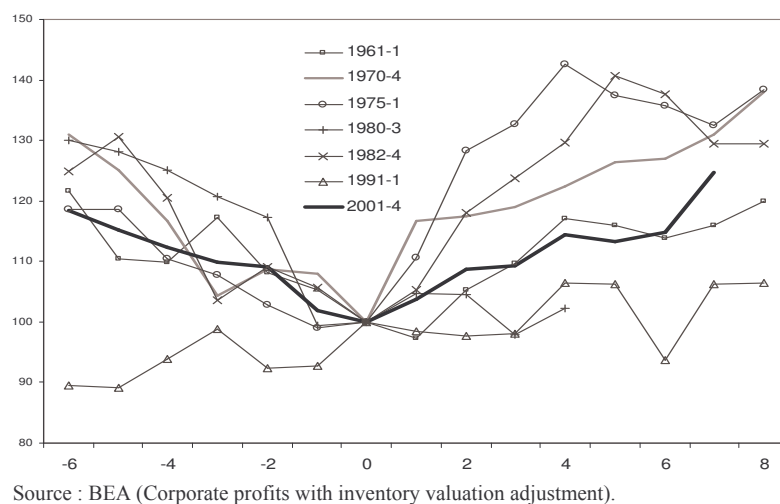
Graphique 7. Evolutions comparées de l'investissement productif lors des récessions



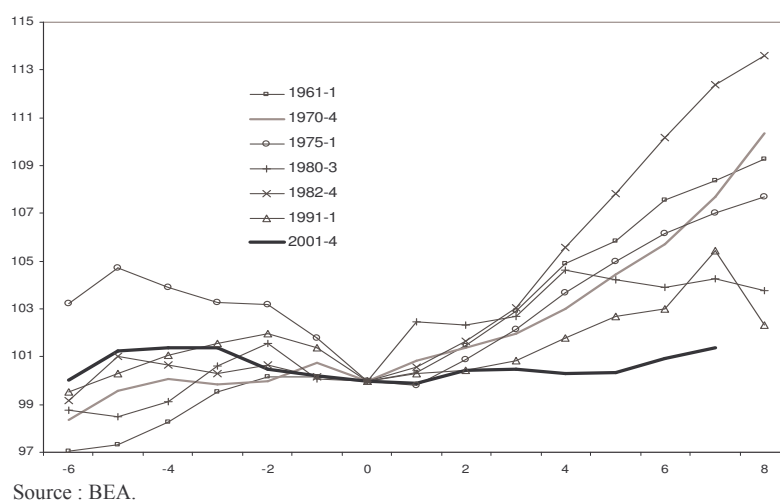
Graphique 8. Taux de rentabilité (profits/PIB) et taux d'investissement (non-résidentiel)



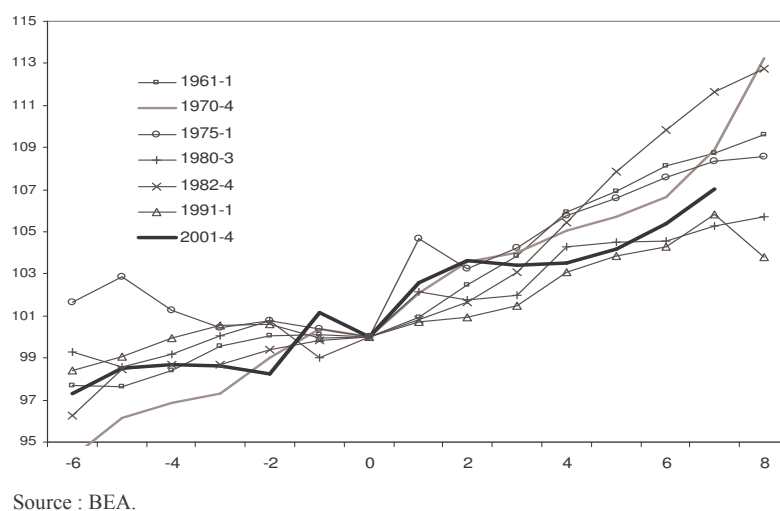
Graphique 9. Evolutions comparées des profits lors des récessions



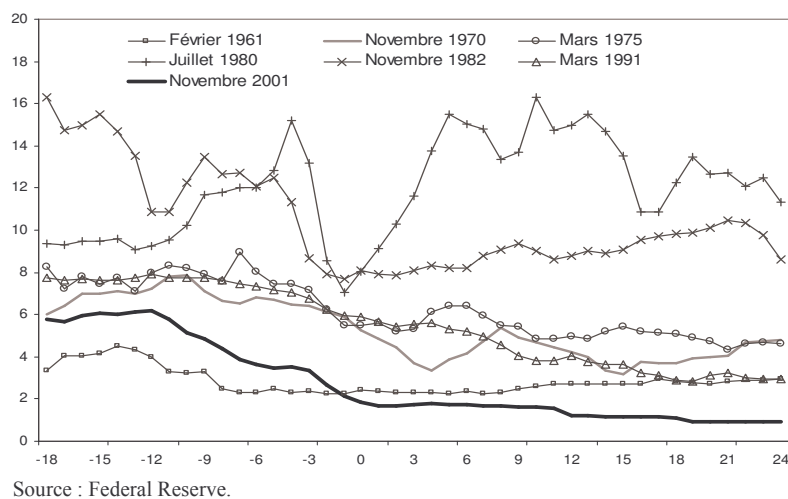
Graphique 10. Evolutions comparées du revenu personnel réel hors-transferts lors des récessions



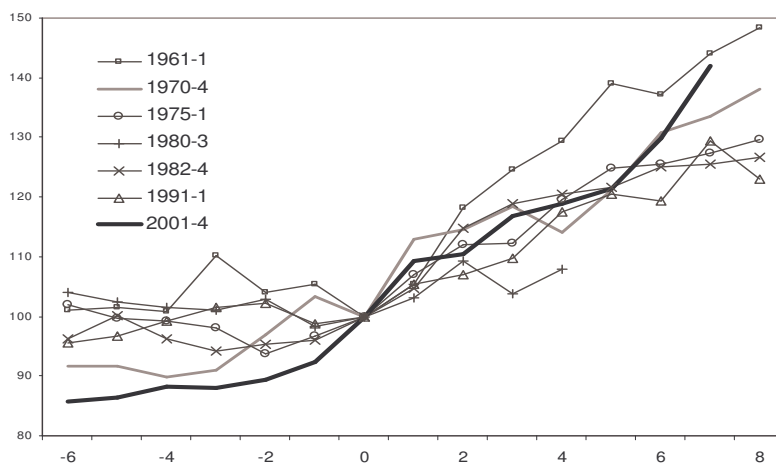
Graphique 11. Evolutions comparées du revenu disponible réel lors des récessions



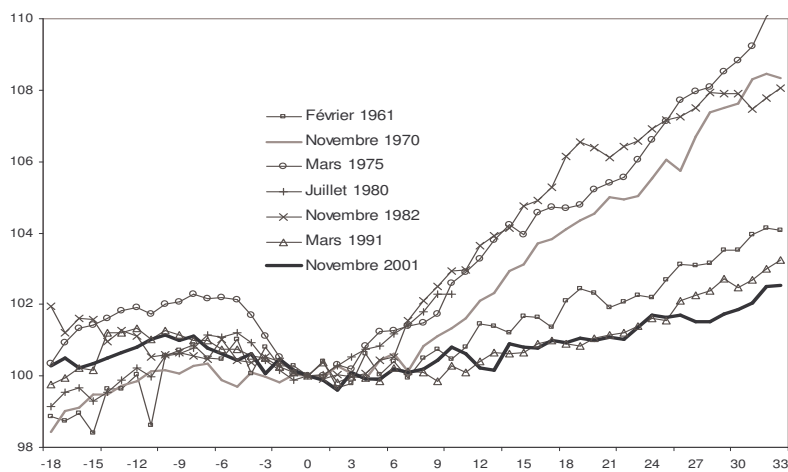
Graphique 12. Evolutions comparées des fed funds lors des récessions



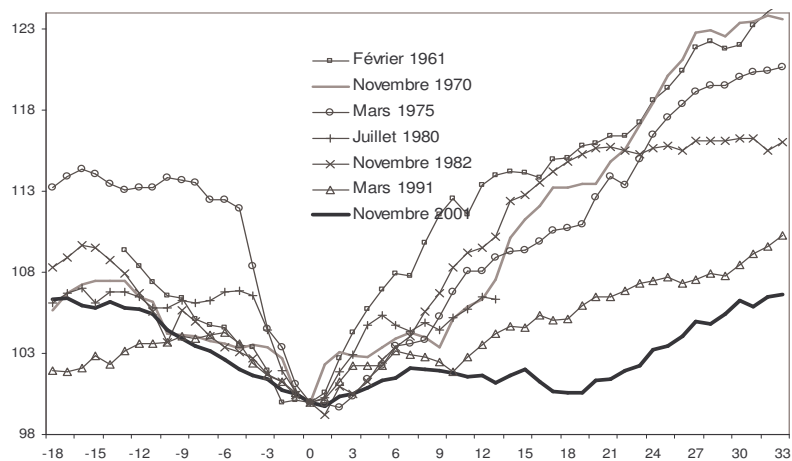
Graphique 13. Evolutions comparées de la productivité horaire du travail lors des récessions



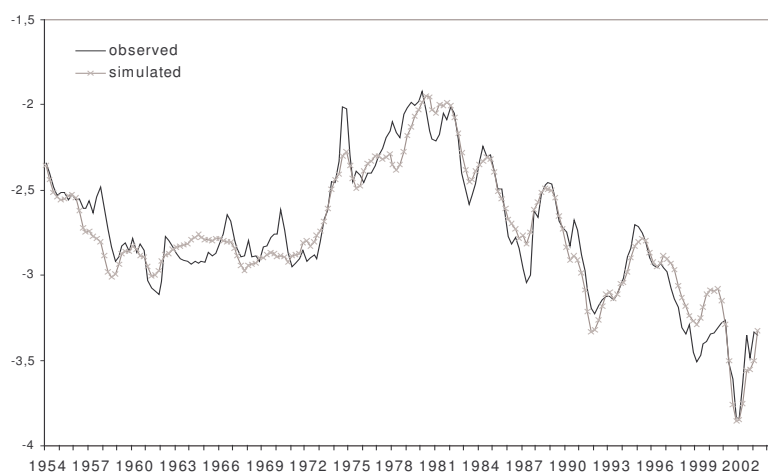
Graphique 14. Evolutions comparées de l'emploi lors des récessions



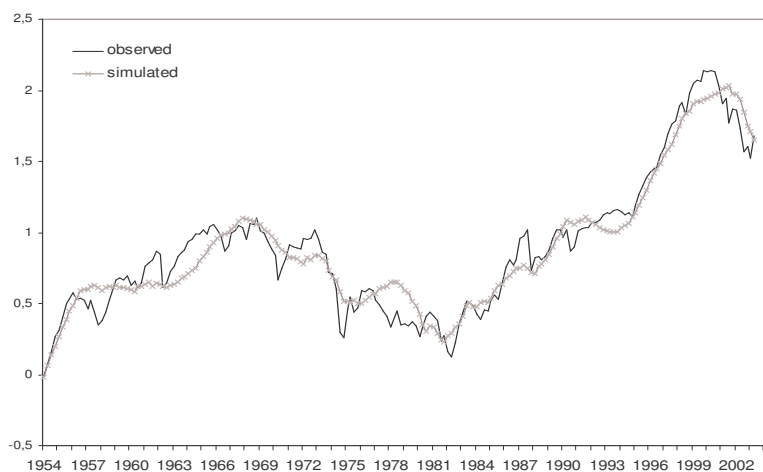
Graphique 15. Evolutions comparées de la production industrielle lors des récessions



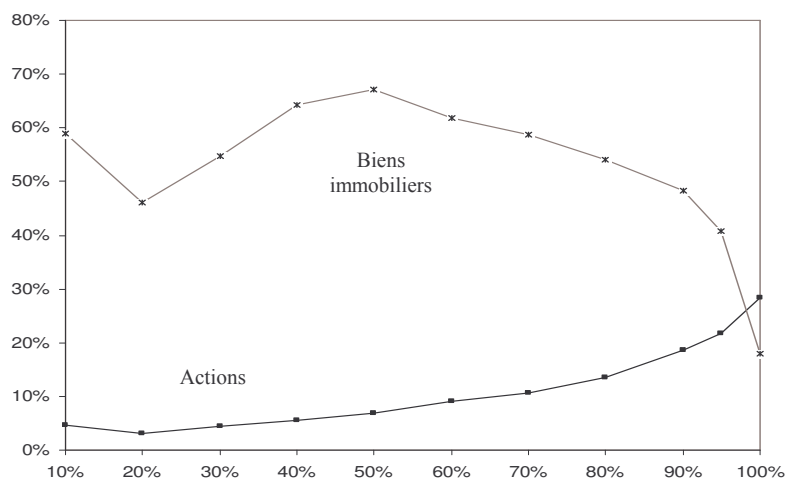
Graphique 16. Simulation du logarithme du ratio Profit/Prix



Graphique 17. Simulation du logarithme des cours réels

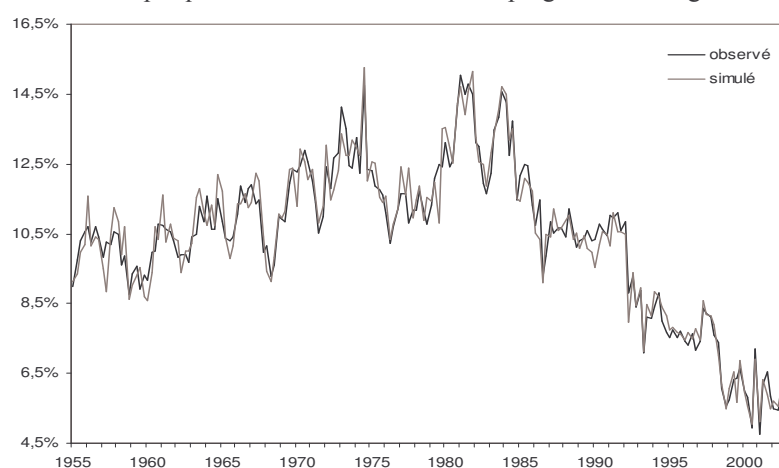


Graphique 18. Poids des actions et des biens immobiliers dans le patrimoine brut des ménages par déciles de patrimoine net en 1998

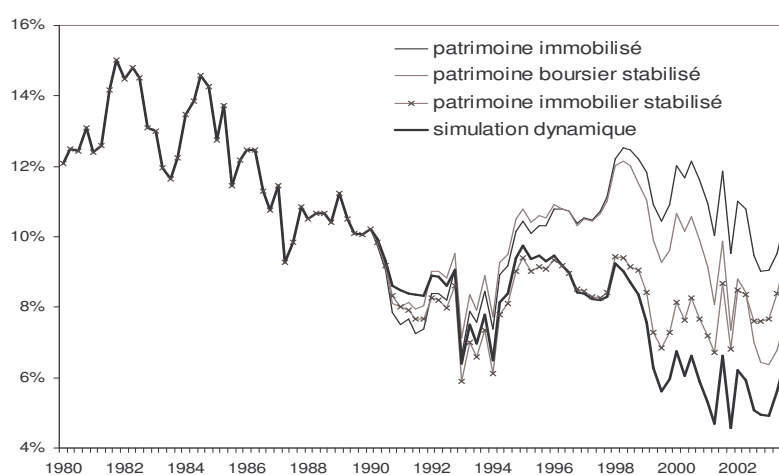


Source : Survey of Consumer Finance.

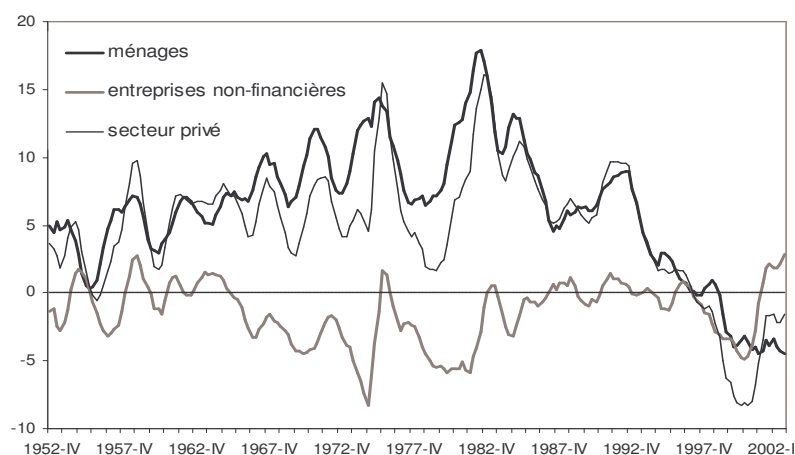
Graphique 19. Simulation du taux d'épargne des ménages



Graphique 20. Simulations dynamiques du taux d'épargne des ménages

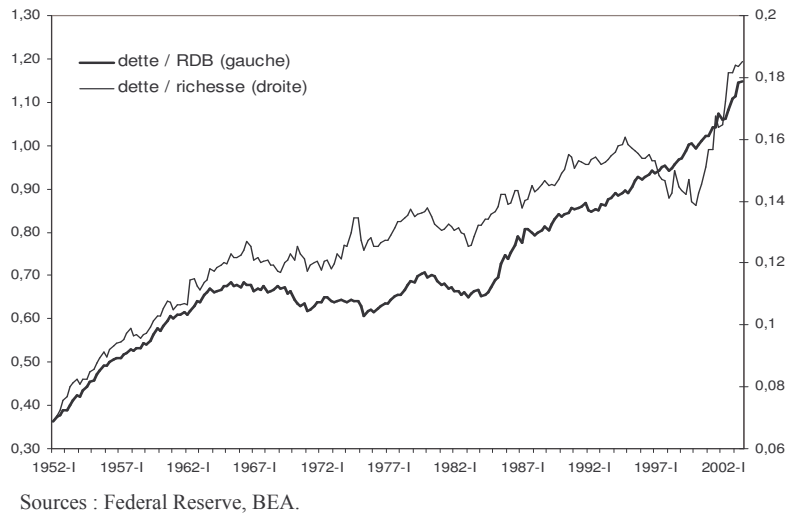


Graphique 21. Décomposition de la capacité de financement du secteur privé
(moyenne mobile sur quatre trimestres)

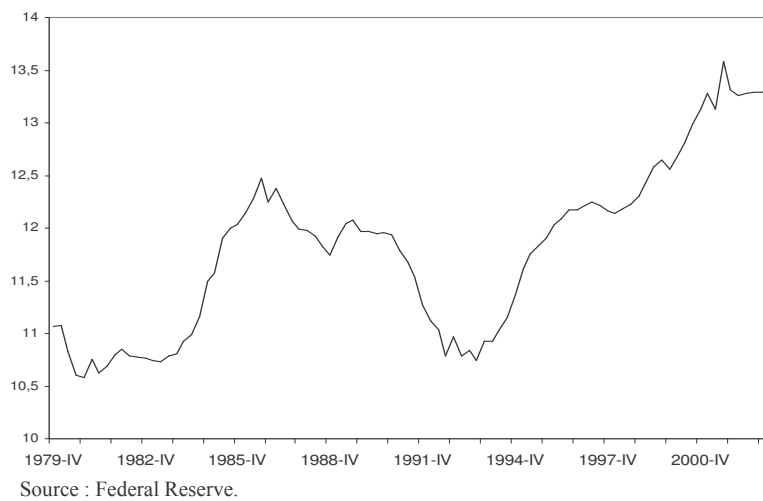


Source : Federal Reserve.

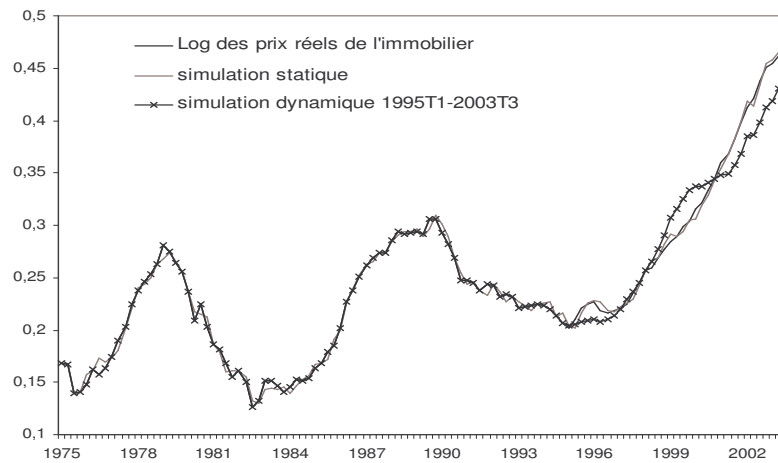
Graphique 22. Taux d'endettement des ménages (dette/revenu disponible et dette/richeesse brute)



Graphique 23. Service de la dette en pourcentage du revenu disponible



Graphique 24. Simulation des prix réels de l'immobilier



Estimations des effets richesses

Test de la Trace		
r = 0	111,85	89,69
r = 1	74,11	53,56
Retards	4	4
Variable expliquée	Δ Consommation	
Consommation(-1)	1	1
Revenu Disponible(-1)	-0,963 (-17,63)	-0,926 (-27,71)
Richesse Boursière Active(-1)	-0,039 (-4,85)	-0,037 (-6,67)
Richesse Boursière Passive(-1)	0,007 (0,74)	
Richesse Immobilière(-1)	-0,059 (-2,20)	-0,068 (-2,69)
Fed Funds(-1)	0,002 (2,94)	0,002 (2,51)
Constante	5,22 (18,01)	0,737 (7,10)
Terme à correction d'erreur	-0,17 (-3,45)	-0,18 (-4,19)
$\Delta C(-2)$	0,212 (2,54)	0,192 (2,33)
$\Delta C(-3)$	0,250 (2,96)	0,271 (3,32)
$\Delta RBA(-1)$		0,012 (2,43)
$\Delta RBP(-1)$	0,042 (2,62)	
$\Delta RI(-1)$	0,070 (1,63)	0,079 (1,88)
$\Delta RI(-2)$	-0,06 (-1,39)	-0,055 (-1,28)
$\Delta RI(-3)$	0,105 (2,49)	0,097 (2,36)
$\Delta FF(-1)$	-0,001 (-1,87)	-0,001 (-1,97)
$\Delta FF(-2)$	-0,001 (-2,06)	-0,001 (-2,27)
R ² c	0,34	0,36
SEE	0,005718	0,005756

Estimations réalisées à partir du log des variables réelles calculées par tête

Estimation des prix immobiliers

Test de la Trace	
r = 0	49,37
r = 1	21,69
Retards	3
Variable expliquée	Δ Prix Immobiliers réels
Prix Immobiliers réels	1
Prix Loyers(-1)	-0,76 (-2,656)
Revenu Disponible(-1)	-0,99 (-3,502)
Constante	3,81 (2,214)
Terme à correction d'erreurs	-0,04 (-6,585)
Δ PI	0,44 (2,742)
Δ PL	-0,23 (-2,183)
Δ RD(-1)	-0,17 (-2,492)
Δ RD(-2)	0,13 (1,839)
Δ population	-5,64 (-5,542)
inflation	-0,35 (-9,244)
taux hypothécaire	-0,001 (-2,278)
taux de chômage	-0,001 (-1,214)
R ² c	0,72
SEE	0,0054

Estimation réalisée à partir du log des variables.