

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

14 octobre 2010 – N° 541

Une analyse historique du comportement d'épargne des ménages américains

Le taux d'épargne des ménages américains a triplé depuis le déclenchement de la crise, interrompant un mouvement de baisse qui a duré un quart de siècle.

Après un survol de la littérature, nous explorons par l'économétrie (VECM), les motivations qui animent la décision d'épargne des ménages américains depuis la fin des années 70. Le but est de comprendre si, par sa dimension historique, la crise a conduit à une rupture de comportement.

Au-delà des résultats traditionnels qu'elle valide, notre analyse montre que :

- les ménages américains ont sur-réagi aux fondamentaux à trois reprises : lors de la récession de 1981-82, lors de la crise asiatique et de la faillite de LTCM de 1997 à 1999, et lors de la crise des subprimes de 2007 à 2009. Chacune de ces sur-réactions d'épargne était liée à des anticipations non réalisées en termes de chômage et/ou d'inflation, après que ces variables se soient rapidement dégradées. En d'autres mots, les anticipations des ménages sont adaptatives, en partie au moins.*
- les ménages américains augmentent autant leur taux d'épargne en cas de baisse des prix immobiliers qu'ils le diminuent en phase de hausse. L'effet richesse estimé (0,3) est symétrique.*
- les motivations d'épargne ont évolué et les ménages américains ont aujourd'hui une sensibilité accrue au chômage. Celle-ci n'est toutefois pas liée à la précarisation de l'emploi (hausse du temps partiel subi, de la durée du chômage), ni aux transferts publics.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Sylvain BROYER
Inna MUFTEEVA
Thomas JULIEN
Christian OTT

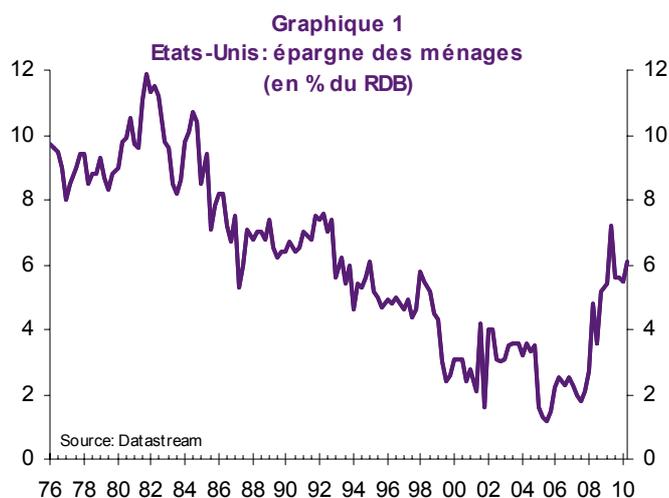
Ces résultats suggèrent que, même s'il y a eu sur-réaction, le taux d'épargne restera élevé dans les années à venir. Sa baisse ininterrompue de 1982 à 2006 était liée à un faisceau de circonstances (Grande modération, hausse des prix immobiliers et maîtrise des finances publiques), qu'il sera difficile de réunir à nouveau.

L'épargne des ménages américains : un point clef de la l'économie mondiale

Le taux d'épargne des ménages américains a triplé depuis le déclenchement de la crise, partie il y a trois ans de l'effondrement de l'immobilier domestique. Cette hausse interrompt un mouvement de baisse du taux d'épargne des ménages qui a duré un quart de siècle (**graphique 1**).

Nous explorons sur une longue période de temps quelles sont les motivations des ménages américains à épargner, pour comprendre si l'ajustement actuel est temporaire, reflétant les conditions économiques et financières présentes, ou bien si la crise a conduit par sa dimension historique à une rupture de comportement.

La consommation des ménages américains représentant peu ou prou 20% de la demande mondiale, un changement de leur comportement affecterait le potentiel de croissance de l'ensemble de la planète.



Les déterminants théoriques du taux d'épargne des ménages

L'arbitrage des ménages entre consommation et épargne révèle une préférence plus ou moins forte pour le présent ou le futur. Il est guidé par trois types de considérations¹ :

- **démographiques** : le comportement d'épargne varie avec le revenu d'activité, donc avec l'âge. Le taux d'épargne des actifs est plus élevé que celui des inactifs (jeunes, retraités). Un boom de natalité, le vieillissement d'une population auront tendance à faire baisser le taux d'épargne moyen.
- **économiques** :
 - 1/ Les habitudes de consommation sont stables à court terme. Une forte variation du revenu ne se répercute pas immédiatement sur le niveau de consommation. Elle impacte d'abord le taux d'épargne (**effet d'hystérèse**).
 - 2/ Une hausse du taux de chômage entraîne la constitution d'une épargne de précaution. Mais selon la générosité des assurances sociales, la baisse durable du revenu des personnes exposées au chômage peut les contraindre au contraire à puiser dans leur épargne.
 - 3/ Une hausse des déficits publics peut conduire les ménages à anticiper une hausse des impôts futurs ou une baisse des transferts (**comportement ricardien**) et à épargner plus.
 - 4/ L'inflation, enfin, érode le pouvoir d'achat de l'épargne constituée et contraint les ménages à épargner plus (**effet d'encaisse réelle**). L'inflation perçue par les ménages peut avoir un rôle plus important que l'inflation statistique mesurée.

¹ Voir H.Fraisse « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? » Bulletin de la Banque de France n°130 – octobre 2004.

- **financiers :**

1/ le taux d'intérêt réel influence l'épargne de différentes façons : sa hausse fait augmenter le rendement de l'épargne constituée, ce qui soutient la consommation courante (**effet revenu**), mais la hausse des taux d'intérêt réels incite également à diminuer la consommation courante pour bénéficier des rendements d'épargne plus élevés (**effet substitution**).

2/ une hausse du patrimoine des ménages (financier et immobilier) peut diminuer le besoin d'épargner pour atteindre le niveau de consommation future qui est désiré (**effet richesse**).

3/ le **cycle de crédit** enfin affecte l'épargne, indépendamment des préférences des ménages. La politique commerciale des banques peut stimuler la demande de crédit. L'achat de biens d'équipement ou d'immobilier à crédit se fait rarement sans désépargne.

Les déterminants empiriques du taux d'épargne des ménages américains : survol de la littérature

La décision d'épargne des ménages américains revêt une place de choix dans les études économiques. Nous en survolons les principales conclusions (voir la **bibliographie** en fin d'étude).

Le rôle du patrimoine des ménages sur la décision d'épargne a été exploré par Case, Quigley et Shiller (2005), qui distinguent selon la nature du patrimoine (richesse financière ou richesse immobilière). A l'image de Bernstein (2001) qui estimait son pouvoir explicatif de 50 à 66%, Case et Al. concluent à une forte influence de la richesse immobilière sur l'arbitrage consommation / épargne aux Etats-Unis. Selon cette étude, une hausse de 10% de la richesse immobilière conduit à une hausse de 0,4% de la consommation. La richesse financière ne jouerait en revanche aucun rôle. Par ailleurs, leurs estimations ont révélé que des chocs externes pouvaient modifier transitoirement les décisions d'épargne ; un résultat également présent dans Attanasio et Borella (2006).

L'influence de la démographie est différemment appréciée dans la littérature. Tandis que la FED (1991) ne lui accorde que peu d'importance, Callen et Thimann (1997) en font un déterminant principal de la part épargnée du revenu. Maki et Palumbo (2001) trouvent que le taux d'épargne des populations à niveaux élevés de revenu et d'éducation a plus baissé que les autres au cours des années 90. Bloom et Al. (2006) affirment que la structure par âge de la population influence certes le taux d'épargne, mais qu'il faut aussi considérer l'allongement de l'espérance de vie. D'après ces travaux, une longévité accrue peut induire une vie de travail, donc d'épargne, accrue selon la générosité du système d'assurances sociales.

La réaction des ménages à l'endettement public a été analysée par Berben et Brosens (2005) pour un panier de pays de l'OCDE. Ils trouvent un effet (relation non linéaire) amoindrissant la consommation privée dans les pays à fort endettement, mais pas dans les pays à faible endettement public.

Divers travaux vérifient le rôle du taux de chômage (encaisse de précaution) et de la croissance du revenu (hystérèse), du système fiscal, des assurances sociales et des transferts, de la dérégulation financière, etc.

Enfin, il est utile de mentionner que la mesure de l'épargne ne satisfait pas vraiment les économistes américains. Cashell (2009) fait remarquer que les gains réalisés (plus-values) sur le stock de capital étant taxés, ils réduisent le flux d'épargne pour des motifs indépendants de la préférence des ménages. Skinner (1990) estime de son côté que la moitié de la richesse accumulée par les ménages américains n'est pas comptabilisée, si l'on ne considère pas les gains en capital. Bernstein (2001) estime pour sa part cette distorsion à 25-33%. Le bureau d'analyse économique (BEA) ne les comptabilise en effet pas comme source de revenu, alors que la Fed qui regarde le bilan des ménages les prend en compte.

Notre estimation de la fonction d'épargne des ménages américains

Pour estimer notre propre fonction du taux d'épargne des ménages américains, nous avons retenu la technique du VECM :

- La régression OLS aurait été plus simple, mais cette technique exige que toutes les variables soient stationnaires. Comme la plupart des grandeurs macroéconomiques sont intégrées, le recours à une régression OLS nécessiterait d'éliminer la tendance, ce qui peut faire perdre de l'information statistique.
- Un VAR serait la technique la plus robuste, mais les relations modélisées sont très dépendantes du passé et peuvent « manquer » une évolution actuelle. Par ailleurs, un VAR ne donne pas d'indications sur le degré de co-intégration des variables.
- La technique du VECM consiste à estimer dans un membre de long terme une relation de co-intégration entre variables (elle existe si la combinaison de ces variables est stationnaire). Le résidu (le terme d'erreur) de cette combinaison mesure l'écart entre l'équilibre obtenu par les variables explicatives et la variable expliquée. Le résidu intégré dans le membre de court terme du VECM permet de savoir à quelle vitesse l'équilibre de long terme est retrouvé.

Relation de co-intégration

Nous cherchons à expliquer le taux d'épargne des ménages américains depuis 1977 après le Federal Reserve Act qui, en changeant le mode de fixation des taux d'intérêt de la banque centrale, a modifié le comportement des agents.

Ayant testé les déterminants théoriques et ceux mentionnés par la littérature, il nous apparait que le taux d'épargne des ménages américains dépend de l'inflation, des taux d'intérêt, du déficit public et, comme Case et Al. (2006) l'ont montré, des prix immobiliers. A l'instar de la Fed (1991), nous ne trouvons pas de relation forte avec la démographie américaine.

Afin de ne pas biaiser la valeur des erreurs types (T-stat), nous avons régressé cette relation par les DOLS. Notre estimation en données trimestrielles depuis le T2-1977 est la suivante :

$$S_t = 38,2 + 0,37* INFL_t + 0,34* REAL_INT_t + 0,08* DEF_t - 2,99* \log(HOUSE_PRICE)_t \quad (1)$$

(6,8) (4,8) (4,8) (6,4) (-6,9)

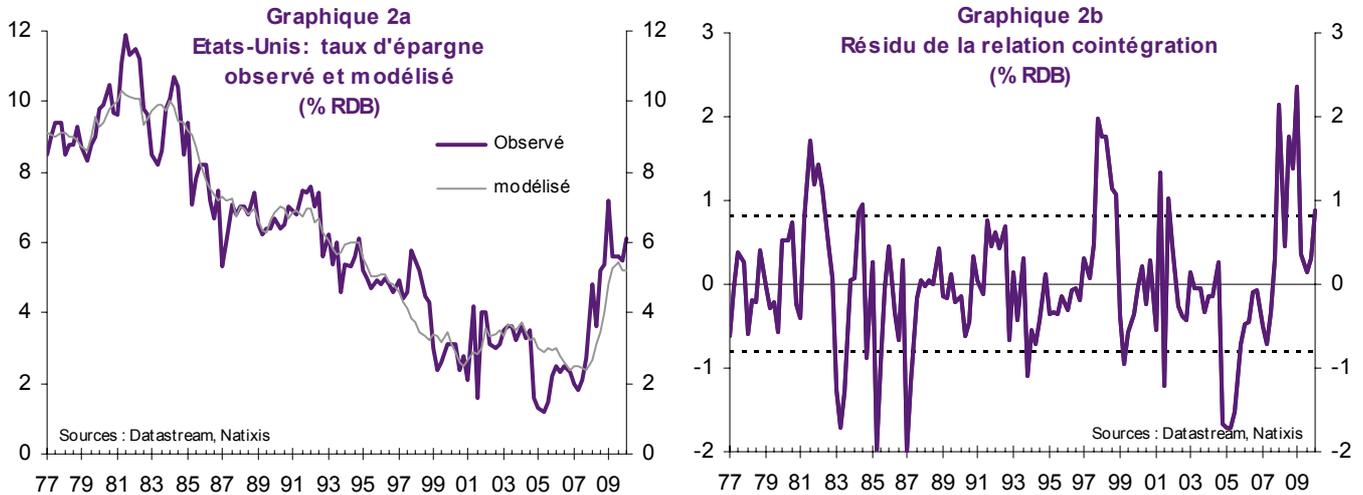
Avec :

S : l'épargne des ménages américains en % du revenu disponible brut ;
 INFL : l'inflation annuelle mesurée sur les prix à la consommation (CPI headline) ;
 DEF : le déficit total du gouvernement, ce qui dans le cas des Etats-Unis est équivalent au déficit corrigé du cycle ;
 HOUSE_PRICE : les prix immobiliers mesurés par l'indice FHFA.

Les résultats obtenus par Case et Al. (2006) nous ont incité à ne pas retenir le patrimoine financier comme facteur explicatif de la relation. Le chômage est également absent de cette première relation, puisqu'une telle variable n'est pas intégrée. On peut également argumenter qu'une relation de Philips ayant existé, au moins par le passé, le chômage se retrouve dans l'inflation, et les taux réels vu le mandat de la Fed.

Les tests statistiques nous permettent d'accepter la relation de co-intégration : nous vérifions par des tests ADF individuels que toutes ces variables sont intégrées d'ordre 1. Par ailleurs, des tests Engle-Granger et Phillips-Ouliaris rejettent l'hypothèse de non intégration au niveau de 1%. La lecture graphique de l'estimation (**graphiques 2a-b**) livre de plus amples informations. Elle confirme la spécification acceptable du modèle et la stationnarité des résidus.

Par ailleurs, le résidu montre trois grandes périodes de sur-réaction temporaire du comportement d'épargne des ménages américains (valeur du résidu supérieure à un écart type) depuis la fin des années 70 (1981-1982 ; 1997-1999 et 2007-2009) que nous interpréterons plus tard.

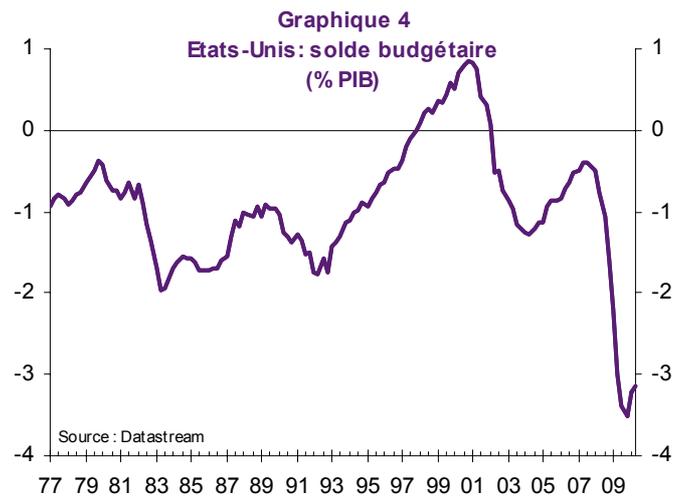
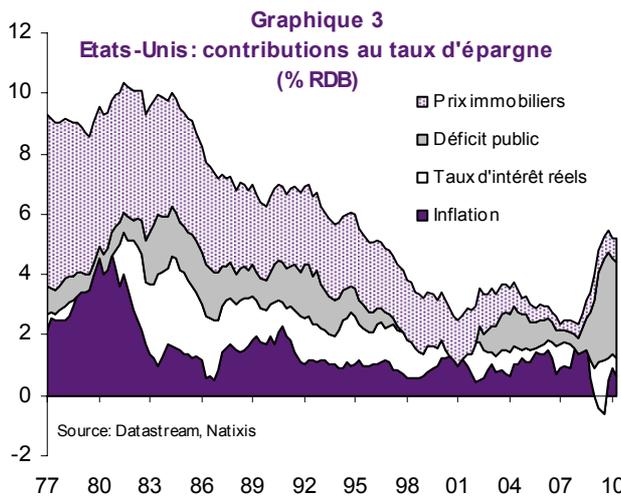


Pour l'heure, il est temps de caractériser le comportement du consommateur américain depuis la fin des années 1970 d'après notre estimation :

- **Il se protège de l'inflation** : une hausse des prix à la consommation de 1% le fait augmenter son taux d'épargne de 0,4 point de RDB pour préserver la valeur réelle de son patrimoine ;
- Il a une **préférence pour la consommation future**, puisqu'une hausse de 1% des taux d'intérêt réels l'incite à épargner son revenu de 0,4 point de RDB supplémentaire ;
- Il **anticipe la hausse des impôts** (ou la baisse des prestations publiques) en cas de dégradation des finances publiques. Son taux d'épargne augmente de 0,08 point de RDB en réaction à une progression de 1 point de PIB du déficit public.
- En revanche, il est très **sensible à la valeur de son patrimoine immobilier**, puisqu'une hausse de 10% des prix l'incite à baisser son taux d'épargne de 0,3 point de RDB (un résultat voisin de Case et Al.).

La baisse tendancielle du taux d'épargne des ménages américains depuis la fin des années soixante-dix s'explique donc avant tout par la hausse quasi-continue des prix immobiliers dans un contexte d'inflation et de taux d'intérêt en baisse (la « Grande modération », **graphique 3**).

La nette amélioration des comptes publics entre 1992 et 2001 (**graphique 4**, obtenue, dans un cycle économique porteur, par la baisse de la charge d'intérêt sur la dette concomitante à celle des taux, la baisse des dépenses militaires, l'introduction d'un plafond sur les dépenses discrétionnaires et la hausse du taux d'imposition des revenus), a elle aussi participé à la baisse du taux d'épargne sur cette période.



Relation de court terme

Une relation d'équilibre étant trouvée, nous pouvons enquêter sur les fluctuations de court-terme de l'épargne, c'est-à-dire la relation de court terme du VECM.

Nous expliquons cette fois la variation du taux d'épargne des ménages américains par celles d'autres variables et le résidu de la relation de co-intégration, dont le coefficient mesure la vitesse à laquelle les ménages adaptent leur taux d'épargne aux écarts à la relation d'équilibre en une période (trimestre).

Sur le même échantillon que précédemment, nous trouvons la relation suivante :

$$\dot{S}_t = -0,45 + 0,13 * \dot{DPI}_t + 1,14 * \dot{U}_t - 0,41 * RESID_{t-1} \quad (2)$$

(-7,3)
(10,1)
(7,4)
(-6,5)

$R^2=0,59$ et $DW=1,99$

Avec comme nouvelles variables :

DPI : le revenu disponible des ménages

U : le taux de chômage

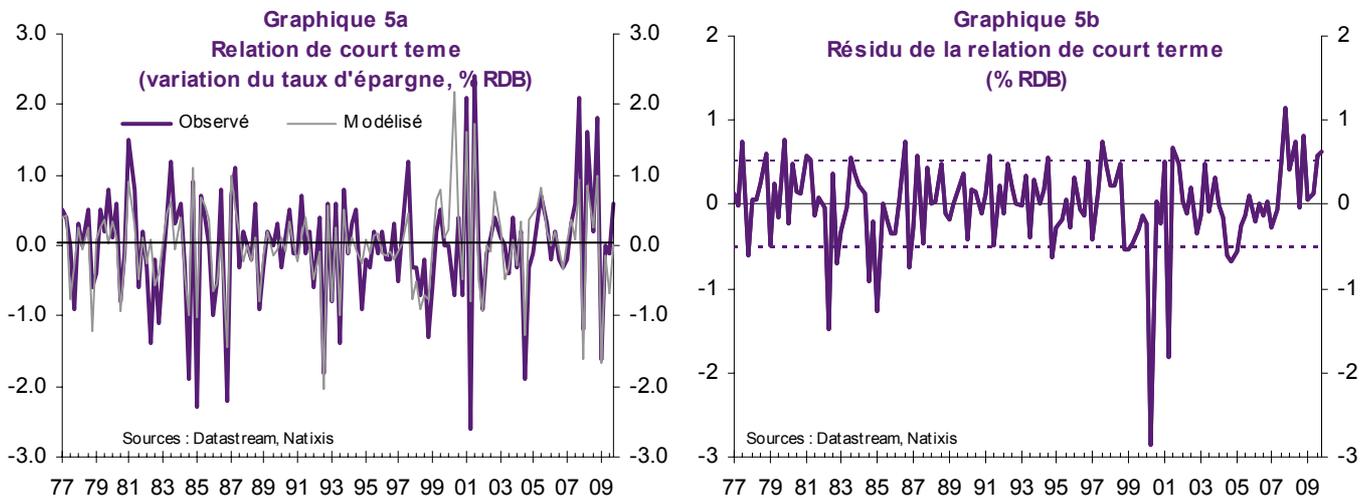
RESID : le résidu du membre de long terme

Les points indiquent les différences premières. La part expliquée de la variance (59%) est élevée et le coefficient Durbin-Watson proche de 2 n'indique pas d'auto-corrélation des séries, ce qu'un test de Breusch-Godfrey confirme.

Cette seconde relation permet de voir qu'à court terme (**graphiques 5a-b**), l'arbitrage entre consommation et épargne des ménages américains est affecté par :

- les **variations du revenu**. Une augmentation de salaire ne sera pas consommée immédiatement le trimestre de hausse. Les ménages adaptent donc leur niveau de consommation au revenu en l'espace de quatre mois. Inversement, une baisse subite du revenu n'entraînera pas tout de suite une diminution similaire de la consommation.
- les **pertes d'emploi**. Une hausse du taux de chômage incite les ménages américains à épargner par précaution. Le coefficient trouvé est élevé, mais rappelons que les assurances-chômage sont peu développées outre-Atlantique.
- une **force de rappel** vers l'équilibre de long terme, dont tout écart est gommé, selon le coefficient, en **7-8 mois**.

Le fait que les variables explicatives de la relation de long terme n'ont, une fois stationnarisées, aucun pouvoir explicatif dans la relation de court terme, souligne l'importance du concept de co-intégration et la perte d'informations qui peut être associée à la « stationnarisation » artificielle des données.



En transformant les relations 1 et 2, on peut alors lire notre VECM d'une traite :

$$\dot{S}_t = -0,45 + 0,13 * \dot{DPI}_t + 1,14 * \dot{U}_t$$

$\begin{matrix} (-7,3) & (10,1) & (7,4) \end{matrix}$

$$-0,41 * \left[S_{t-1} - \begin{pmatrix} 0,37 * INFL_{t-1} + 0,34 * REAL_INT_{t-1} \\ + 0,08 * DEF_{t-1} - 2,99 * \log(HOUSE_PRICE)_{t-1} \end{pmatrix} \right] \quad (3)$$

$\begin{matrix} (-6,5) & \begin{matrix} (4,8) & (4,8) \\ (6,4) & (-6,9) \end{matrix} \end{matrix}$

Analyse historique des trois périodes de sur-réaction du taux d'épargne

La relation 1 de notre modèle nous a enseigné que les ménages américains ont sur-réagi à la dégradation des fondamentaux économiques, c'est-à-dire épargné plus que nécessaire, de façon transitoire, à trois reprises depuis la fin des années 70. Nous explorons le contexte :

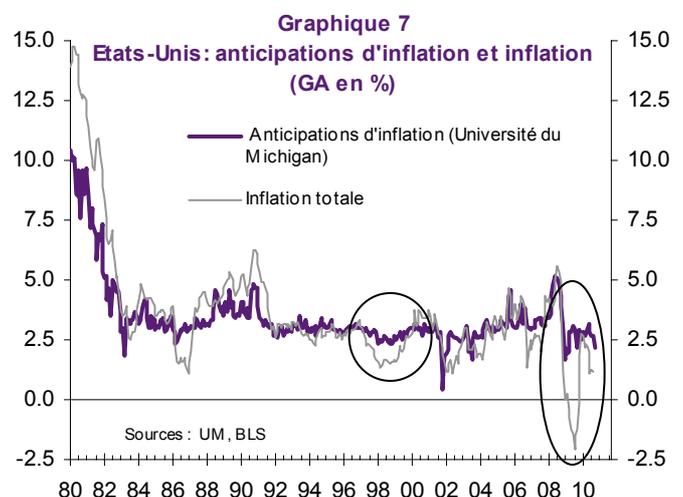
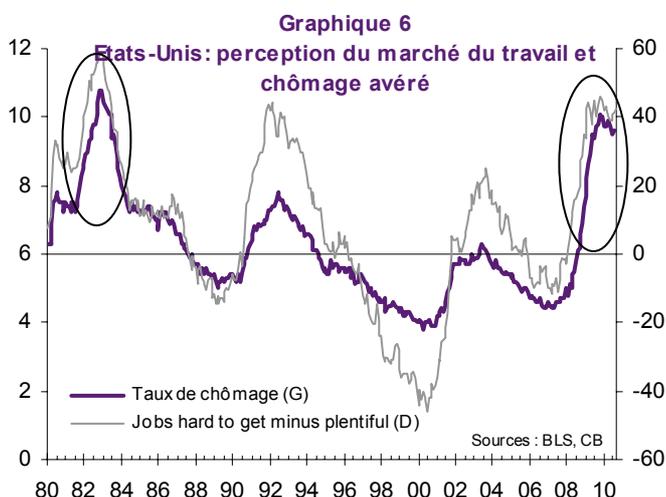
- **1981-82** : Paul Volcker, le président de la Fed combat le second choc pétrolier par des hausses de taux massives. Parallèlement, Ronald Reagan coupe dans le budget pour endiguer les déficits publics. L'inflation et le Policy mix entraînent l'économie américaine dans la récession. Bien que la contraction du PIB soit relativement limitée (-1,9% en 1982), le taux de chômage atteint 10,8% en octobre. Les prix immobiliers baissent depuis 1979. Tout ceci fait augmenter le taux d'épargne des ménages, comme le montre le graphique 2 : effet substitution par la hausse des taux, effet richesse négatif par la baisse du patrimoine immobilier, encaisse de précaution avec la montée du chômage, mais surtout encaisse réelle par la poussée inflationniste.
- **1997-99** : L'effondrement du système monétaire en Asie et les pertes du Fonds LTCM affectent la confiance des ménages, les amenant à épargner, alors que les variables fondamentales de l'économie américaine ne le demandent pas (graphique 2).

- **2007-09** : Après une période prononcée de « sous-épargne » du revenu favorisée par la politique de crédit hypothécaire des banques américaines, l'éclatement de la bulle immobilière fait boule de neige et a des répercussions dramatiques sur le patrimoine des ménages américains (baisse de 13,4% des prix immobiliers en 2008). Un endettement excessif et l'insolvabilité croissante des ménages en raison de la montée du taux de chômage les contraignent à épargner. Mais le plus important motif sera l'ouverture fulgurante des déficits publics avec les plans de relance (graphique 2).

Alors qu'au début des années 80, la sur-réaction d'épargne des ménages américains semble avoir été nourrie par une perception très négative sur les perspectives d'emploi, la sur-réaction de 1997-1999 l'a été par des anticipations d'inflation plus élevées que l'inflation statistique, et la sur-réaction de 2007-2009 à la fois par les perspectives très dépréciées en termes d'emploi et des anticipations d'inflation exagérées (graphiques 6 et 7).

Chaque sur-réaction d'épargne est liée à des anticipations non réalisées des ménages qui peuvent s'expliquer par la vitesse de dégradation de ces variables. En d'autre mot, les anticipations des ménages sont, au moins en partie, adaptatives.

Il est enfin intéressant de noter **l'absence de sur-réaction à l'épargne lors du krach boursier de 1987**. Cette variable n'étant pas retenue dans notre spécification, une déviation aurait dû être observée si la valeur du patrimoine financier jouait un rôle propre ou si la variable de prix immobiliers ne captait pas entièrement les évolutions des marchés actions. Ce résultat conforte ceux de Case et Al. et notre spécification.



La baisse des prix immobiliers a-t-elle des conséquences symétriques à leur hausse sur l'épargne des ménages américains ?

Nous avons vu que la valeur du patrimoine immobilier joue un rôle important dans l'arbitrage entre consommation et épargne des ménages américains. Mais la littérature nous a également enseigné que l'épargne pouvait être diminuée involontairement par l'imposition des gains en capital réalisés sur ce patrimoine en cas de cession. Il serait donc possible que la baisse des prix immobiliers n'augmente pas autant le taux d'épargne que la hausse des prix le réduit.

Nous testons cette idée économétriquement. Nous ré-estimons la relation 1 en introduisant une variable (*DUM*) binaire et indicative du sens d'évolution des prix immobiliers :

$$\begin{aligned}
 S_t = & 39,1 + 0,37 * INFL_t + 0,34 * REAL_INT_t \\
 & \quad \quad \quad (10,9) \quad (7,4) \quad \quad \quad (7,6) \\
 & + 0,08 * DEF_t - 3,1 * DUM * \log(HOUSE_PRICE)_t \\
 & \quad \quad \quad (10,7) \quad \quad \quad (-11,0) \\
 & - 3,1 * (1 - DUM) * \log(HOUSE_PRICE)_t \\
 & \quad \quad \quad (-11,0)
 \end{aligned} \tag{4}$$

Cette estimation, qui est de qualité moyenne puisque sur les 133 observations de l'échantillon 33 seulement sont des baisses de prix, mais qui satisfait aux mêmes tests statistiques que la relation 1, suggère que l'effet est symétrique (les coefficients sont identiques) : **les ménages américains augmenteront leur taux d'épargne en phase de baisse des prix immobiliers autant qu'ils le diminuent en phase de hausse des prix**. C'est aujourd'hui une mauvaise nouvelle pour l'économie américaine.

Cet effet symétrique éteint l'argument de la fiscalité des plus values mis en lumière par Cashell, et souligne le rôle des extractions hypothécaires et de la politique de crédit des banques en phase de hausse des prix immobilière.

Le comportement d'épargne des ménages a-t-il évolué au cours du temps ?

Nous regardons maintenant si le comportement d'épargne des ménages américains a évolué au cours des vingt-cinq dernières années.

Pour ce faire, nous estimons sur trois périodes de temps et comparons la valeur des coefficients de la relation de court terme de notre VECM. La faible taille de l'échantillon (133 observations) ne nous permet pas de procéder à la même analyse sur la relation de co-intégration.

Le tableau 1 suggère un effet d'hystérèse et un rappel à l'équilibre de long terme stables au cours du temps, mais un changement dans le comportement d'épargne de précaution : alors qu'elle s'était nettement affaiblie au cours de la décennie 90, **la constitution d'une épargne de précaution en cas de montée du chômage est sur la décennie 2000 plus forte que jamais**.

Tableau 1 - décomposition de la relation 2 par périodes

Variables	Périodes	1977-88	1988-99	1999-2010
Revenu disponible		0.60	0.61	0.40
Taux de chômage		1.25	0.71	1.57
Terme de correction d'erreur		-0.51	-0.40	-0.50

Source: NATIXIS

La précarisation de l'emploi américain a-t-elle une influence sur le comportement d'épargne des ménages ?

Nous nous demandons si la plus forte épargne de précaution est liée à la précarisation croissante de l'emploi américain (**graphique 8**).

Pour tester cette idée, nous estimons la relation 5 à partir de la relation 2, en majorant le taux de chômage par le nombre d'emplois à temps partiel subi. Ce faisant, le nouveau coefficient s'affaiblit des deux-tiers par rapport à l'original.

Nous procédons à la même manipulation dans la relation 6 en remplaçant cette fois le taux de chômage par sa durée médiane, qui a fortement augmenté (**graphique 9**). Ici, le nouveau coefficient s'affaiblit encore plus que l'original.

La précarisation de l'emploi américain n'a donc pas de conséquence sur l'épargne des ménages. A travers le chômage, c'est la perte du revenu tiré d'un emploi qui motive l'épargne de précaution.

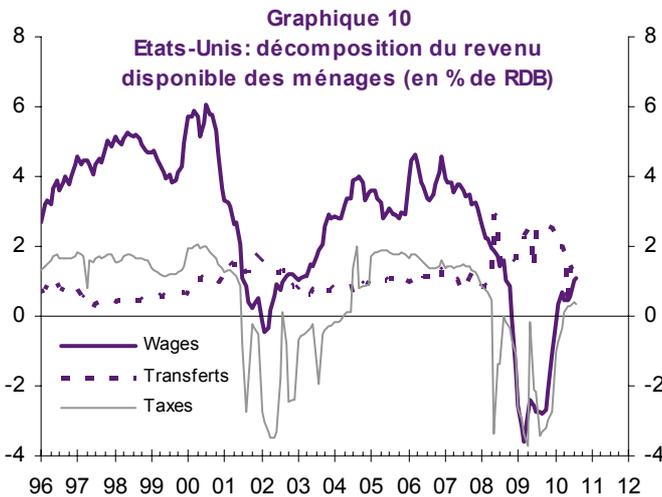
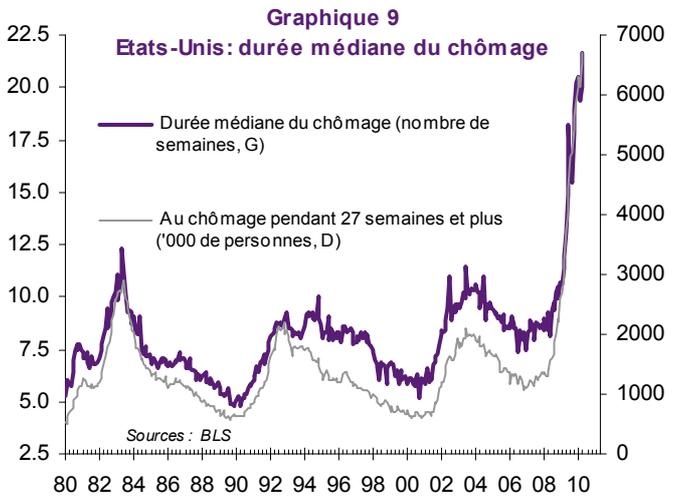
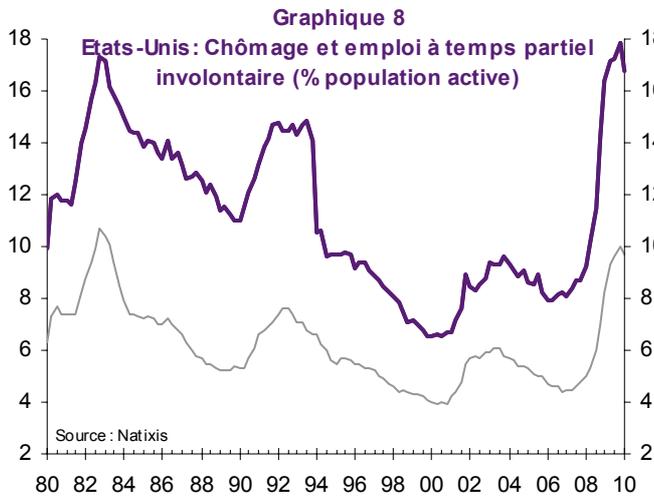
La générosité des transferts publics ne semble pas incriminée non plus, puisque les transferts ne baissent pas en tendance depuis dix ans (**graphique 10**).

$$\dot{S}_t = -0,41 + 0,46 * \dot{DPI}_t + 0,44 * U_precarious_t - 0,31 * RESID_{t-1} \tag{5}$$

(-6,0)
(8,2)
(5,4)
(-4,6)

$$\dot{S}_t = -0,40 + 0,44 * \dot{DPI}_t + 0,29 * U_duration_t - 0,33 * RESID_{t-1} \quad (6)$$

(-5,5) (7,4)
(3,3)
(-4,3)



Synthèse : un nouveau monde

Le taux d'épargne des ménages américains a triplé depuis le déclenchement de la crise, interrompant un mouvement de baisse qui a duré un quart de siècle.

Nous avons exploré par l'économétrie (VECM) les motivations qui animent la décision d'épargne des ménages américains depuis la fin des années 70. Le but était de comprendre si, par sa dimension historique, la crise a conduit à une rupture de comportement.

Au-delà des résultats traditionnels qu'elle valide, notre analyse montre que :

- les ménages américains ont sur-réagi aux fondamentaux à trois reprises : lors de la récession de 1981-82, de la crise asiatique et LTCM de 1997 à 1999, et lors de la crise des subprimes de 2007 à 2009. Chacune de ces sur-réactions d'épargne était liée à des anticipations non réalisées en termes de chômage et/ou d'inflation, après que ces variables se soient rapidement dégradées. En d'autres mots, les anticipations des ménages sont adaptatives, en partie au moins.

- les ménages américains augmentent autant leur taux d'épargne en cas de baisse des prix immobiliers qu'ils le diminuent en phase de hausse. l'effet richesse estimé (0,3) est symétrique.
- les motivations à l'épargne ont évolué et les ménages américains ont aujourd'hui une sensibilité accrue au chômage. Celle-ci n'est toutefois pas liée à la précarisation de l'emploi (hausse du temps partiel subi, de la durée du chômage), ni à la diminution des transferts publics.

Ces résultats suggèrent que, même si il y a eu sur-réaction, le taux d'épargne restera élevé dans les années à venir. Sa baisse ininterrompue de 1982 à 2006 était liée à un faisceau de circonstances (Grande modération, hausse des prix immobiliers et maîtrise des finances publiques), qu'il sera difficile de réunir à nouveau.

Bibliographie

Attanasio, O.P./Borella, M.: Stochastic Components of Individual Consumption: A Time Series Analysis of Grouped Data; NBER Working Paper 12456, Cambridge, August 2006.

Berben, R.P./Brosens, T.: The Impact of Government Debt on Private Consumption in OECD Countries; DNB Working Paper, No. 45, Amsterdam, June 2005.

Bernstein, J.: Bernstein Disciplined-Strategies Monitor; Bernstein Research, pp. 17-23, June 2001.

Bloom, D.E./Canning, D./Mansfield, R./ Moore, M.: Demographic Change, Social Security Systems, and Savings; NBER Working Paper 12621, Cambridge, October 2006.

Callen, T./Thimann, C.: Empirical Determinants of Household Saving: Evidence from OECD Countries; IMF Working Paper 97/181, Washington D.C., December 1997.

Case, K.E./Quigley, J.M./Shiller, R.J.: Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market; Cowles Foundation Paper No. 1181, Connecticut, 2006.

Cashell, B.W.: The Fall and Rise of Household Saving; Congressional Research Service 7-5700, Washington D.C., September 2009.

Dirschmid, W./Glatzer, E.: Determinanten der Sparquote der privaten Haushalte in Oesterreich; in: Geldpolitik & Wirtschaft: Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik, Q4/04, Oesterreichische Nationalbank, Wien 2004.

Maki, D.M./Palumbo, M.G.: Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s; Massachusetts/Washington D.C., April 2001.

Skinner, J.: Precautionary Saving, Wealth Accumulation, and the Saving Downturn of the 1980s; in: National Tax Journal, Vol. 43, no. 3, pp. 247-257, September 1990.

Wilcox, D.W./Helwig, S.J.: Household Spending and Saving: Measurement, Trends and Analysis; Federal Reserve Bulletin, Washington D.C., January 1991.