

Financiarisation croissante des économies et vulnérabilité des ménages

Massaer Marone¹

4^{ème} Colloque international, université de Bourgogne Décembre 2009

Résumé

Le but de cette communication consiste à montrer comment la financiarisation croissante des économies au cours de ces dernières années avec la hausse des actifs financiers et immobiliers dans le portefeuille des ménages a favorisé l'accroissement de leur dette. Ce qui les rend davantage sensibles aux mouvements des taux d'intérêt. Or, les modèles économiques traditionnels de types revenu permanent et de cycle de vie ainsi que ses prolongements théoriques nous enseignent que la hausse de la richesse nette des ménages contribue à alimenter les dépenses de consommation des agents non financiers. Cette conclusion devient de moins en moins crédible *eu égard* aux événements financiers récents qui montrent que la valorisation des actifs détenus par les ménages a alimenté leur endettement, accentuant leur vulnérabilité. Dès lors, nous pouvons parler d'un basculement du lien entre patrimoine et consommation à un lien entre patrimoine et dette.

Mots-clefs : Financiarisation ; vulnérabilité des ménages ; mouvements des taux d'intérêt.

¹ Doctorant, université de Bourgogne, Cemf-LEG, Dijon

Introduction

La structure patrimoniale des ménages a subi une profonde mutation, se manifestant par une progression importante de leurs placements financiers. Ce changement, qui a toutefois une incidence majeure sur le mode de fonctionnement des canaux de transmission de la politique monétaire, est attribué par la littérature financière à un ensemble de facteurs structurels avantageux parmi lesquels nous avons : la fiscalité, la bonne orientation des cours boursiers, la rémunération attractive des placements liquides (première partie). Si l'ensemble de ces facteurs ont contribué à accroître la détention d'actifs financiers dans la plupart des pays, même si la part des actifs immobiliers demeure majoritaire parmi leurs avoirs, il a rendu les ménages de plus en plus sensibles aux chocs d'origine monétaire et financière. Toutefois, cette sensibilité est plus marquée dans les pays où les effets de richesse sont validés. Cependant, ce sera l'objet de la seconde partie de ce travail, la valorisation du patrimoine des ménages n'entretient pas seulement la vigueur de la consommation comme le prétendent les modèles des effets patrimoniaux mais constitue un puissant vecteur d'accroissement de la dette des ménages. En nous appuyant sur les modèles existants qui se basent, presque tous, sur les concepts de revenu permanent et de cycle de vie, nous allons montrer que le lien entre patrimoine et consommation est en train de virer à celui entre patrimoine et niveau d'endettement. Ce basculement expose davantage le bilan des ménages aux cycles conjoncturels, ce qui contribue à renforcer les effets financiers qui vont prendre une dimension toute particulière.

1. Le lien entre consommation et patrimoine

L'objectif de cette première partie consiste à montrer comment les effets patrimoniaux ont pris une importance particulière dans les économies des pays industrialisés avec, notamment la progression des placements financiers et immobiliers dans le patrimoine des ménages.

1.1 Les deux grandes catégories d'avoirs dans le patrimoine des ménages

Malgré les modifications structurelles constatées au cours de ces dernières années, le patrimoine des ménages dans les pays industrialisés est composé essentiellement de deux grandes catégories d'avoirs : les actifs financiers d'un côté, souvent constitués de produits d'épargne bancaires et les actifs immobiliers, majoritaires et bien répartis sur le plan national. Ces deux catégories d'avoirs ne se limitent plus à leur fonction traditionnelle de réserve de valeur, elles sont utilisées comme garantie sur le marché du crédit. Cette nouvelle fonction fait qu'elles font l'objet d'une attention toute particulière de la part des créanciers et des débiteurs. Les fluctuations sur les marchés financiers et immobiliers ont naturellement une grande incidence sur certaines variables macroéconomiques, notamment sur la consommation et aussi sur la disponibilité du crédit *via* le mécanisme d'extraction hypothécaire.

1.1.1 L'incidence macroéconomique de la fluctuation des marchés financiers et immobiliers

Les fluctuations des marchés financiers et immobiliers ont une incidence majeure sur le marché du crédit et donc sur la consommation depuis que les avoirs des ménages servent principalement comme levier d'endettement dans les pays où le marché hypothécaire est très développé, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. La valorisation du patrimoine des ménages améliore ainsi leur levier d'endettement, ce qui peut stimuler les dépenses de consommation. Le patrimoine devient ainsi une source de financement qui ne se tarit que lorsque les marchés financiers et immobiliers sont en repli. C'est le cas depuis août 2007, avec le retournement des indices boursiers et des actifs immobiliers. La dépréciation de ces deux marchés a complètement asséché les sources de financement des ménages.

Alors que la dépréciation des marchés boursiers au cours de la période 2000-2002 n'a pas empêché les ménages de continuer d'extraire des liquidités auprès des établissements de crédit du fait que le marché immobilier n'était pas affecté. Ce marché continuait sa progression, ce qui permettait de compenser les pertes sur les placements financiers. Le rythme moyen de croissance annuelle des actifs immobiliers est estimé à 14% entre 2000 et 2006, ce qui a encouragé l'extraction hypothécaire. Aux Etats-Unis, la Fed a estimé qu'entre 2003 et 2006, ce mécanisme a permis aux ménages d'extraire en moyenne 300 milliards de dollars par an².

1.1.1.1 Les questions soulevées par les avoirs financiers

L'interaction entre fluctuations des marchés financiers, offre de crédits bancaires et dépenses de consommation est devenue au fil des années une préoccupation majeure des économistes ainsi que des banquiers centraux. Ils s'interrogent de plus en plus sur le lien entre dépenses de consommation et patrimoine. Ce débat, vieux de plusieurs décennies si l'on prend en compte les articles de Keynes (1936), d'Ando et Modigliani (1963) voire même de Friedman (1957), est loin d'être clos. Il a pris une dimension toute particulière au cours de ces dernières années avec l'accroissement de la détention d'actifs financiers et immobiliers de la part des ménages. Si de nombreuses études empiriques (Catte et al., 2004 ; Mishkin, 2007, BCE 2009) sont menées autour de ce sujet, c'est que la part de la consommation dans le PIB a grimpé dans les pays industrialisés pour atteindre en moyenne les 60%, même si dans la zone euro sa contribution est estimée à 57%³ en 2007. Dans certains pays, comme notamment les Etats-Unis, les dépenses de consommation représentent un peu plus de 70% du PIB. Or, cette consommation, alimentée par le crédit, grâce à la valorisation des actifs immobiliers au cours de ces dernières décennies, a permis de tirer la croissance dans les pays anglo-saxons, sans oublier certains pays de la zone euro, notamment l'Espagne, le Danemark, les Pays-Bas. Si les effets patrimoniaux ont une influence sur les dépenses de consommation alors il serait possible de prévoir sans difficulté la nature de la croissance par une simple observation des chocs affectant les avoirs des ménages. Ce qui validerait la thèse de l'interaction entre patrimoine et consommation.

² Sources : Reserve Federal, Bnp Paribas, mars 2009 : ménages américains : la grande déprime, Jean-Marc Lucas

³ ECB, 2009, janvier, pp. 59.

1.1.1.1.1 Lien entre patrimoine et consommation

1.1.1.1.1.1 Débats sur les déterminants de la consommation

Au milieu des années 1930, Keynes (1936) s'est saisi de la question de la richesse financière pour voir quel rôle elle peut jouer dans la consommation. Pour l'auteur, seuls les revenus disponibles et facilement mobilisables sont susceptibles d'affecter la consommation. Or, les revenus salariaux sont les seuls à répondre à ces deux critères, ils sont immédiatement disponibles, comparativement aux avoirs financiers qui ne possèdent pas ces propriétés. De notre point de vue, Keynes considérait que les marchés financiers de l'époque étaient peu profonds et liquides pour permettre de mobiliser assez facilement et sur un délai très court des fonds. L'autre élément déterminant dans la position de Keynes est lié au fait que la détention d'actifs financiers n'était pas aussi répandue au sein de la population. Peu de gens détenaient des placements financiers et les rares détenteurs faisaient partie de la couche la plus aisée de la population, ce qui, justement, limitait ses effets sur la croissance de la consommation. La thèse que la hausse du patrimoine des hauts revenus ne stimule pas la consommation est communément admise par la littérature actuelle, grâce notamment aux vérifications empiriques qui ont prouvé que la propension moyenne à consommer des ménages fortunés est extrêmement faible⁴.

Cependant, la position de Keynes va être remise en cause trois décennies plus tard par Ando et Modigliani (1963) qui tentent d'incorporer les avoirs accumulés par les ménages dans la fonction de consommation. Ils adoptent un schéma analytique qui prend en compte le temps et scinde la vie en deux phases : la période active, au cours de laquelle l'individu accumule des avoirs financiers, et la retraite, phase pendant laquelle il pourra disposer de revenus supplémentaires en puisant sur ses épargnes. Ces revenus supplémentaires peuvent avoir un réel impact sur la consommation. Toujours est-il, si Ando et Modigliani ont pris soin d'établir une distinction nette entre les deux cycles de la vie, ils ont néanmoins complètement omis de séparer les deux revenus. Pour les auteurs, chaque salarié est aussi un épargnant qui lisse continuellement sa consommation durant tout son cycle de vie. Or, il est important de distinguer les revenus du travail qui sont plutôt stables des autres formes de revenus qui sont transitoires. C'est Friedman qui va dans le sens de cette distinction dès 1957. Il considère que le revenu courant est constitué d'une partie permanente et d'une partie transitoire. Avec la partie permanente du revenu il admet les mêmes propriétés que Keynes sur les revenus salariaux.

⁴ Voir les études récentes de Mishkin, 2007 ; Sierminska et Takhtamanova, 2007, BCE, 2009.

C'est le revenu de base pour la consommation courante. Les autres formes de revenus, issus des marchés financiers voire même de la loterie, sont transitoires et donc, ont très peu d'effet, en général, sur la consommation. Pour que les revenus transitoires aient un véritable impact sur les décisions des ménages il faudrait que les chocs les affectant soient perçus par les ménages comme permanents. Pour l'auteur, seuls les chocs supposés permanents sont susceptibles de modifier les dépenses de consommation des ménages. Toujours est-il qu'il est très difficile de faire une nette distinction en temps réel des chocs qui ont des effets permanents à ceux transitoires. Certes, en *ex-post* il est facile de faire une telle distinction. Toujours est-il que les chocs mêmes transitoires peuvent avoir un impact sur la consommation, même à court terme. Face à ce dilemme, souvent mis en évidence par la littérature empirique, les économistes (Catte et al., 2004 ; Sierminska et Takhtamanova, 2007) ont enrichi l'analyse théorique de Friedman en introduisant d'autres facteurs pour accréditer la thèse selon laquelle les revenus transitoires ont un réel impact sur la consommation. Ils évoquent la structure juridique, les habitudes sociales, l'existence de certains instruments financiers qui permettent d'extraire de liquidités en contrepartie de son patrimoine.

1.2 L'intensité des effets de richesse selon la nature du patrimoine

Si Keynes (1936) a nié l'importance des effets patrimoniaux, Friedman (1957) et d'Ando et Modigliani (1963) qui les ont acceptés, n'ont pas trouvé nécessaire de faire la distinction entre les actifs financiers et les actifs immobiliers. Ce qui me semble compréhensible si l'on considère que les marchés hypothécaires n'étaient pas assez développés au cours des années soixante pour permettre aux actifs immobiliers de jouer un rôle majeur. Les actifs immobiliers étaient totalement absents dans le raisonnement de ces auteurs y compris de Friedman qui a pourtant posé les fondements théoriques des effets de richesse avec son modèle de revenu permanent. Or, il a fallu attendre plusieurs années plus tard avec les prolongements théoriques de la théorie du revenu permanent pour voir la littérature sortir de la conception homogène du patrimoine et enfin tenir compte des deux grandes catégories d'avoirs qui composent le portefeuille des ménages. Pour chaque catégorie nous n'avons ni les mêmes propriétés ni la même intensité sur les comportements réels des ménages. C'est d'ailleurs ce qui ressort des études empiriques sur les élasticités de la consommation des différentes familles d'actifs (Mishkin, 2007 ; BCE, 2009).

1.2.1 Le cas des avoirs financiers

Pour que les effets patrimoniaux s'exercent pleinement dans une économie, il est important que les actifs qui composent le patrimoine des agents privés soient d'une part, facilement mobilisables, liquides et sensibles aux fluctuations des variables financières comme, notamment les indices boursiers et les taux directeurs. D'autre part, il est important de tenir compte de la densité de la répartition des avoirs composant le patrimoine des ménages. Or, les actifs financiers répondent à tous ces critères à l'exception d'un, la répartition géographique. Celle-ci est généralement faible, comparé aux avoirs immobiliers. Les actifs financiers détenus par les ménages sont pour la plupart du temps concentrés entre les mains des épargnants fortunés.

1.2.2 Le cas des avoirs immobiliers

Même si l'opposition sous l'angle de la liquidité et de la disponibilité continue à persister⁵ entre les actifs immobiliers et les actifs financiers, il nous semble que ces critères sont aujourd'hui plutôt caducs voire même tendent à être moins pertinents. La liquidité et la disponibilité ne sont plus uniquement sous l'apanage des actifs financiers. Contrairement à une idée très répandue dans la littérature (Byrne et Davis, 2003, Catte et al., 2004, Sierminska et Takhtamanova, 2007) les actifs immobiliers sont autant liquides que les actifs financiers. La liquidité des actifs immobiliers est due à deux facteurs importants : d'une part, le développement du marché hypothécaire, même si le recours à l'hypothèque est plus fréquent dans les pays anglo-saxons, et, d'autre part, ils sont devenus de simples instruments financiers aux mêmes titres que les placements de marché, de types les bons du trésor ou les actions ordinaires. Les actifs immobiliers sont traités comme des produits ordinaires de la finance, faisant l'objet de montages financiers, de spéculation, donnant naissance à d'autres instruments financiers, comme les options, les produits dérivés. Les acteurs qui sont présents sur le marché immobilier se sont diversifiés et ne se limitent plus aux particuliers. Ce marché s'est élargi aux institutions bancaires, aux fonds de pension et à divers organismes de placements collectifs. Tous ces opérateurs ont rendu *in fine* les marchés immobiliers plus liquides et plus profonds qu'autrefois. La taille du marché immobilier s'est élargie dans la plupart des pays.

⁵ Voir Aviat et al., 2007.

Aux Etats-Unis par exemple, c'est le cas aussi dans les autres pays en termes d'expansion rapide, le marché immobilier est passé de 4000 milliards de dollars en 1999 à plus 10000 milliards en 2006 avec un rythme de croissance annuelle de 14% par an⁶. Et, dans les pays où le recours au crédit hypothécaire est une pratique courante, il suffit que son logement prenne de la valeur pour obtenir facilement de la part des établissements financiers du crédit sans même avoir à céder son bien immobilier. Cette pratique que la littérature dénomme « extraction hypothécaire » prouve que les actifs immobiliers sont facilement mobilisables au même titre que les actifs financiers. Ajouter à cela, les actifs immobiliers bénéficient d'une densité de répartition nationale beaucoup plus large. Dans les pays de l'OCDE, le taux de possession d'actifs immobiliers dépasse les 50%. Il est très élevé en Espagne avec 84%, 71% au Royaume-Uni, 69 % aux Etats-Unis, 58% en France⁷. Ils concernent tous les groupes socioprofessionnels.

Taux de ménages propriétaires de leur logement

| Pays | Taux de possession de logement |
|-----------------|--------------------------------|
| Etats-Unis | 69 % 2006 |
| Pays-Bas | 54 % 2002 |
| Grande-Bretagne | 71 % 2006 |
| Danemark | 55 % 2006 |
| Italie | 80 % 2002 |
| Portugal | 76 % 2006 |
| Allemagne | 43 % 2002 |
| France | 58% 2006 |
| Espagne | 84% 2006 |
| Irlande | 75% 2006 |

Sources : Fédération hypothécaire européenne, U.S Census Bureau

1.3 La situation financière des ménages des pays industrialisés

S'il était possible de contester les effets patrimoniaux, il est désormais difficile de nier l'importance des facteurs financiers dans le patrimoine des ménages. Depuis les années 2000, la situation financière des ménages dans les pays industrialisés a subi une profonde mutation tant du côté de l'actif que du côté du passif.

⁶ Sources : Carroll et al. (2006)

⁷ Sources : Fédération hypothécaire européenne, U.S. Census Bureau

La composition actuelle de leur patrimoine montre que les placements financiers ont progressé globalement, même si les ménages ont dans l'ensemble adopté une attitude prudente en matière d'investissements. Du côté des avoirs financiers nous avons essentiellement des supports financiers peu risqués, notamment des dépôts bancaires, des contrats d'assurance-vie. Si les avoirs des ménages se sont accrus à un rythme annuel de 7 à 10%⁸ entre 2000 et 2006 dans la plupart des pays de l'OCDE, à l'image de l'Italie qui a connu une hausse de 7% par an, du côté du passif, la dette a fortement progressé. La dette a été alimentée essentiellement par les prêts immobiliers et les crédits hypothécaires, par contre les crédits à la consommation, même si ils ont progressé, ont eu un impact moindre sur l'alourdissement du passif des ménages. Aux Etats-Unis, par exemple, eu cours de l'année 2005, les ménages ont emprunté près de 1500 milliards⁹ de dollars.

1.3.1 L'évolution de l'actif des ménages dans les pays industrialisés

Une analyse structurale des avoirs des ménages ne montre pas un profond changement malgré une recomposition de leur bilan patrimonial. En effet, il est coutumier de lire dans la littérature financière que ces dernières années ont été l'objet d'un grand bouleversement en matière de comportements de détention de portefeuille des ménages. Il est clair que des changements se sont opérés dans la plupart des pays mais pas dans le sens d'une profonde restructuration de la structure bilancielle. Nous avons souvent les mêmes instruments financiers comme les dépôts bancaires, les contrats d'assurance-vie, les actions, les OPCVM et les titres de pension, notamment dans les pays adoptant le régime de retraite par capitalisation. Si la structure patrimoniale est restée la même, néanmoins nous avons une nouvelle redistribution faisant grimper la part de certains produits financiers au détriment d'autres. Les travaux récents¹⁰ des Autorités des marchés financiers (AMF) ont montré que les ménages privilégient désormais les supports d'épargne collective, proposés par les OPCVM, les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Ces produits représentent l'essentiel des placements financiers des ménages au cours de ces dernières années.

⁸ Sources : Banque nationale d'Italie, BNP, calcul effectué par Carla Russo, BNP Paribas, 14 septembre 2007.

⁹ Source : Fed (2006)

¹⁰ Été 2007, Lettre Economique et Financière

Avec une croissance annuelle de 5,5%, les produits d'épargne collective pourraient atteindre 10000 milliards en 2011¹¹, selon les projections des AMF, dans les six¹² principaux pays de l'Europe. Ce qui va représenter avec ce montant 50% du patrimoine financier des ménages dans ces pays. En France, les contrats d'assurance et les titres d'OPCVM dépassent déjà largement les 50% des avoirs financiers des ménages, ils sont estimés actuellement à 70%. Ce basculement montre que les ménages ne sont plus confinés aux dépôts bancaires traditionnels mais, ils souscrivent de plus en plus à d'autres produits. Cependant, il faut noter que la plupart des contrats d'assurance-vie ainsi que les différentes formes d'OPCVM, souscrits par les ménages sont commercialisés par les établissements bancaires pour leur propre compte. Parallèlement aux contrats d'assurance-vie, très présents dans les pays de l'Europe continentale avec un système de retraite par répartition, dans les pays anglo-saxons, le patrimoine financier des ménages est constitué essentiellement de titres sur les fonds de pension. Ce sont ces deux catégories d'instruments financiers (assurance-vie, parts de fonds de pension) qui ont fait progresser la richesse financière des ménages dans les pays industrialisés. Elle est estimée aux Etats-Unis à 3,22 fois le PIB nominal en 2006, aux Pays-Bas à 2,93, au Royaume-Uni à 2,92, en France à 1,94, en Allemagne à 1,95.

Créances des ménages en % du PIB (année 2006)

| Pays | Créances en % du PIB |
|-----------------|----------------------|
| Etats-Unis | 322% |
| Pays-Bas | 293% |
| Grande-Bretagne | 292% |
| Danemark | 239% |
| Italie | 229% |
| Portugal | 211% |
| Allemagne | 195% |
| France | 194% |
| Espagne | 180% |
| Irlande | 176% |

Sources : Eurostat, OCDE

Cette classification de 2006, établie par l'OCDE à partir des comptes financiers nationaux pourrait faire croire que les effets patrimoniaux devraient être plus importants aux Etats-Unis, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni du fait de l'importance de la richesse financière des ménages.

¹¹ Lettre Economique et Financière été 2007.

¹² Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni, Espagne et Pays-Bas.

D'autres facteurs sont déterminants comme entre autres : la part des actifs qui sont disponibles à court terme à des fins de consommation. Si l'essentiellement des avoirs financiers des ménages ne sont composés que des créances qui ne peuvent être disponibles qu'au bout de plusieurs années, pour certains épargnants pendant la période de retraite en raison de leur système de retraite, en particulier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, alors dans ce cas, les effets de richesse devraient avoir une incidence moindre sur les décisions des ménages, sauf si nous avons d'autres courroies de transmission des effets patrimoniaux. C'est d'ailleurs le cas dans ces pays, avec les possibilités d'extractions de liquidités offertes aux ménages. Cependant, en dehors des contrats d'assurance-vie et les créances sur les fonds de pension, les ménages détiennent aussi des actions. La part des actions dans le patrimoine des ménages est relativement faible sauf si nous incluons la détention indirecte. La détention indirecte d'actions est l'œuvre à la fois des organismes de placements collectifs et des banques qui participent à ce mouvement depuis plusieurs années en collectant des fonds auprès des épargnants pour les investir directement sur les marchés boursiers. En détenant des créances sur des fonds de pension ou des parts d'OPCVM, les ménages se retrouvent exposés aux fluctuations des marchés financiers. Cette forme de détention fait que la part des actions arrive à dépasser largement les 50% du PIB dans de nombreux pays, y compris dans des économies dites orientées banques, comme la Belgique, l'Italie, le Portugal, l'Espagne. Aux Etats-Unis, la part des actions dans le portefeuille des ménages dépasse la barre de 100%, ce qui n'est pas une surprise vue l'orientation de son modèle économique, dit orienté marché.

Actions détenues par les ménages (en% du PIB) année 2006

| Pays | Actions en % du PIB |
|-----------------|---------------------|
| Etats-Unis | 104% |
| Pays-Bas | 41% |
| Grande-Bretagne | 30% |
| Italie | 56% |
| Portugal | 56% |
| Allemagne | 25% |
| France | 39% |
| Espagne | 53% |
| Irlande | 44% |

Sources : Eurostat, OCDE

Même si la prise en compte des différents canaux de détention d'actions permet d'avoir une idée beaucoup plus représentative de la part des actions dans le patrimoine des ménages, il est vrai également que cette détention risque d'affecter faiblement les dépenses de consommation. Avec la détention indirecte, les ménages ont un comportement passif, du moins ils ne sont pas aussi réactifs, ce qui ne contribue pas à favoriser les effets de richesse. Pour que les effets patrimoniaux puissent s'exercer il est important que les ménages décident librement de convertir les hausses de valeur de leurs actifs en consommation. Du fait que les initiatives ne viennent pas d'eux, sauf les retraités pour les détenteurs de créances sur des fonds de pension et ceux qui détiennent d'actions cotées, les ménages sont réduits à de simples spectateurs qui regardent passivement se déformer leur patrimoine financier au gré des évolutions des marchés boursiers. Ce manque de réactivité compromet les effets de richesse. Prenons le cas de la France, avec une part des actions qui représente quand même 39% du PIB nominal soit 480 milliards d'euros, nous pouvions espérer des effets de richesse assez importants, ce qui n'est d'ailleurs pas le cas, selon de nombreuses études empiriques effectuées au cours de ces années récentes¹³. Des résultats similaires sont aussi confirmés dans la plupart des pays où la détention indirecte d'actions est importante. Par contre, si la valorisation des indices boursiers ne contribue pas à la croissance des dépenses de consommation, il est fort possible qu'elle affecte positivement le moral des consommateurs. La confiance des consommateurs est devenue, ce qui était sans doute le cas par le passé, une variable stratégique majeure qui, depuis des années, est observée, analysée et mesurée dans tous les pays industrialisés. A chaque fois que l'indice de confiance baisse, les ménages ont tendance à réduire leurs dépenses de consommation. Or, nous savons, depuis que les recherches se sont multipliées sur ce thème, qu'il existe une nette corrélation entre moral des consommateurs et évolution des cours boursiers et, par conséquent, même si les ménages ont une attitude passive en matière de gestion de leur portefeuille de participations, ils réagissent *via* le canal de la confiance. En cas de hausse des cours boursiers, valorisant leur patrimoine financier, les ménages ont tendance à augmenter leur consommation en puisant davantage sur leurs revenus courants tout en réduisant leur épargne bancaire. La valorisation de leur patrimoine financier est de nature à stimuler la consommation, même si ils ne puisent pas directement sur leur portefeuille d'actions.

¹³ Aviat et al., 2007; BCE, 2009.

Ce mécanisme, qui n'est pas nouveau, permet d'expliquer la vigueur de la consommation lors des phases de hausse des cours boursiers alors que la détention d'actions est indirecte pour la plupart du temps.

1.3.2 L'évolution du passif des ménages

Si les actifs détenus par les ménages ont augmenté, avec une progression très rapide entre 2000 et 2006, il se trouve également qu'ils se sont massivement endettés en l'espace d'une décennie. Plusieurs causes sont évoquées par la littérature pour justifier une telle progression, souvent au dessus des 6% en rythme annuel dans presque tous les pays de l'OCDE.

Selon le FMI¹⁴, entre 1997 et 2007, la dette des ménages a progressé de l'ordre de 10,1% en rythme annuel au Royaume-Uni, 9,6% aux Etats-Unis et de 6,3% dans la zone euro. Cependant, dans certains Etats de la zone euro, comme notamment les Pays-Bas, l'Espagne, le Danemark et le Portugal, la croissance de l'endettement des particuliers est plutôt proche de celle du Royaume-Uni, c'est-à-dire de la barre des 10%. Cette moyenne de 6,3% masque en réalité des disparités très fortes entre les différents pays membres. Dans les pays de la zone euro où la croissance de la dette dépasse les 10%, nous avons un mode de fonctionnement du marché du crédit qui est calé sur le modèle anglo-saxon. Les établissements financiers ont multiplié dans ces pays les allègements des contraintes d'endettement, facilitant un plus grand accès aux crédits aux ménages.

Dette des ménages en % du PIB, 2006

| Pays | Dettes en % du PIB |
|-----------------|--------------------|
| Etats-Unis | 101% |
| Pays-Bas | 115% |
| Grande-Bretagne | 105% |
| Danemark | 131% |
| Italie | 40% |
| Portugal | 100% |
| Allemagne | 67% |
| France | 57% |
| Espagne | 85% |
| Irlande | 101% |

Sources : Eurostat, OCDE

¹⁴ FMI, avril 2008. « the changing housing cycle and the implications for monetary policy »

Avec ce modèle, la dette est tirée par la valorisation du patrimoine immobilier. Les ménages ont profité de la valorisation de leur logement pour contracter de nouveaux crédits auprès des établissements financiers. Ce mécanisme a très bien fonctionné, stimulant fortement la dette hypothécaire au cours de la période 1997-2007. En effet, pendant cette période, les actifs immobiliers prenaient de la valeur dans presque tous les pays. Les prix immobiliers ont progressé de 216% au Royaume-Uni, 190% en Espagne, 150% en France et 125% aux Etats-Unis¹⁵ au cours de cette période.

Dette Hypothécaire en % du PIB, 2006

| Pays | Dettes hypothécaires en % du PIB |
|-----------------|----------------------------------|
| Etats-Unis | 75% |
| Pays-Bas | 98% |
| Grande-Bretagne | 83% |
| Danemark | 101% |
| Italie | 19% |
| Portugal | 59% |
| Allemagne | 51% |
| France | 32% |
| Espagne | 59% |
| Irlande | 70% |

Sources : Eurostat, Fédération hypothécaire européenne, Federal Reserve

Avec la hausse des engagements des ménages, tirés essentiellement par la dette hypothécaire, les ménages sont confrontés à une pression croissante sur leur revenu. Les charges d'intérêt grignotent une part de leur revenu disponible qui devrait être affectée à la consommation. Plusieurs facteurs permettent d'expliquer comment les ménages ont en si peu de temps accru considérablement leurs engagements. Si au départ, dans les pays anglo-saxons en l'occurrence aux Etats-Unis, les autorités ont permis aux établissements financiers de vendre leurs crédits hypothécaires à des organismes parapublics, sous réserves de certaines conditions prédéfinies, afin d'encourager l'accessibilité à la propriété, il se trouve qu'au fil des années cet objectif a été perdu de vue avec les différents aménagements, orchestrés par les prêteurs, notamment les banques dans l'unique but d'augmenter leur rentabilité financière, ce qui allège considérablement les contraintes financières qui pesaient sur les ménages. Toutes ces modifications effectuées par les autorités ainsi que les établissements financiers ont comme principal résultat : l'envolée de la dette hypothécaire.

¹⁵ FMI, avril 2008 « the changing housing cycle and the implications for monetary policy »

1.3.3 La vulnérabilité des ménages avec l'accroissement de la dette hypothécaire

Avec la hausse des engagements financiers des ménages, la proportion du revenu disponible consacrée au service de la dette a tendance à augmenter, réduisant ainsi leurs dépenses de consommation. Comme nous l'avons vu dans les paragraphes précédents, la dette des ménages s'est considérablement alourdie au cours de la dernière décennie dans presque tous les pays industrialisés.

Evolution de la dette entre 2000 et 2005

| Pays | Dettes/RDB | |
|-----------------|------------|------|
| | 2000 | 2005 |
| Etats-Unis | 107% | 135% |
| Pays-Bas | 175% | 246% |
| Grande-Bretagne | 118% | 159% |
| Danemark (2004) | 236% | 260% |
| Italie | 46% | 59% |
| Allemagne | 111% | 107% |
| France | 78% | 89% |
| Espagne (2004) | 83% | 107% |

Sources : OCDE 2006, pp.168.

Cette hausse est plus prononcée dans les pays où il est possible d'effectuer de l'extraction de liquidité. Ce mécanisme est très présent dans les pays où le recours à l'hypothèque est autorisé, principalement dans les pays anglo-saxons. En Europe continentale, les établissements de crédit préfèrent utiliser la caution d'un tiers pour garantir le prêt, sauf en Espagne, au Pays-Bas, au Danemark, en Irlande au Portugal qui adoptent la garantie hypothécaire. D'ailleurs dans ces pays, la dette hypothécaire atteint des niveaux records. Les emprunts hypothécaires dépassent largement les 100% du PIB, situation très similaire dans les pays anglo-saxons.

1.3.3.1 L'accroissement de la dette amplifie les risques macroéconomiques

Le niveau actuel de la dette fait courir de graves risques aux ménages en cas de choc monétaire ou financier défavorable. En effet, en cas de resserrement des conditions monétaires, les ménages vont devoir consacrer une bonne partie de leur revenu à honorer leurs engagements financiers. Ce qui ampute une partie du revenu disponible qui devrait normalement être affectée à la consommation. Cette situation est plus marquée dans les pays où l'essentiel de la dette est soit à court terme soit à taux variables. Si la dette est majoritairement à des taux révisables, révisions opérées dans la plupart des pays tous les trois mois, comme en Espagne, au Royaume-Uni, le budget des ménages va subir des pressions baissières dès les premiers trimestres en cas de hausse des taux de marché, ce qui les oblige à ajuster rapidement leurs comportements réels. Par contre, dans les pays où les engagements financiers sont majoritairement à court terme, les changements d'orientation de politique monétaire vont affecter les nouveaux emprunteurs. Pour les deux cas de figures (dettes à taux variables et à court terme), c'est la rapidité de l'ajustement des taux débiteurs qui risque de faire peser de sérieuses menaces sur l'économie. Ces menaces, hausse très forte du taux de défaillance des emprunteurs en raison de l'incapacité de certains débiteurs à honorer leurs engagements financiers, peuvent être retardées, même si il est difficile de l'éliminer complètement, en cas de valorisation du patrimoine des ménages, ce qui permet d'alléger la charge de la dette. Au cours de l'année 2006, malgré le resserrement des conditions monétaires qui a débuté depuis 2004, les ménages ont maintenu leurs dépenses de consommation. Cette possibilité pour les ménages de lisser leur consommation malgré la hausse des taux directeurs est possible grâce à la valorisation de leur patrimoine immobilier, ce qui a continué à entretenir la vigueur de leur patrimoine net comme le montre tableau ci-dessous.

Evolution prix des logements de 1997 à 2007

| Pays | Evolution des prix des logements |
|-----------------|----------------------------------|
| Etats-Unis | 125% |
| Grande-Bretagne | 210% |
| France | 150% |
| Espagne | 190% |

Source : FMI, avril 2008

Cependant, il suffit que le marché immobilier flanche pour voir apparaître les difficultés des ménages. Ces difficultés vont d'une part affecter la consommation et, d'autre part, elles risquent d'avoir des répercussions macroéconomiques beaucoup plus larges en cas de défaillance en chaîne des débiteurs, ce qui peut affecter la solvabilité des établissements financiers. Si cette crainte de défaillance généralisée se matérialise, les établissements de crédit vont se mettre à restreindre leur offre de crédits en réduisant leur production de nouveaux prêts. Les ménages sont doublement affectés. D'une part, ils seront incapables de lever des fonds sur le marché du crédit en raison du reflux des prix des logements. Avec la baisse de leur patrimoine, le levier d'endettement des ménages se retrouve amoindri. D'autre part, ils doivent désormais faire face à des charges de dette beaucoup plus élevées. Cependant, certains auteurs peuvent nous objecter en mettant en avant que l'essor de la dette au cours de ces dernières années a permis d'entretenir la vigueur la croissance en citant le cas du Royaume-Uni et les Etats-Unis.

Evolution du PIB et de la dette en rythme annuel entre 1997 et 2007

| Pays | Croissance | Croissance annuelle de la dette |
|-------------|------------|---------------------------------|
| Etats-Unis | 3,1% | 9,6% |
| Royaume-Uni | 2,9% | 10,1% |
| Zone euro | 2,2% | 6,3% |

Source : FMI, avril 2008.

Toutefois, nous considérons que les effets positifs de l'accroissement de la dette ne sont pas durables, même si dans les économies modernes la plupart des dépenses des biens durables sont préfinancées par avance.

1.3.4 Les effets patrimoniaux qui passent par le passif amplifient les chocs

Si nous retenons que la définition très étroite des effets patrimoniaux, selon laquelle les ménages tiennent compte de la valorisation de leur patrimoine dans leur décision de consommation, nous risquons de renfermer l'analyse de cette causalité en abordant qu'un seul aspect du bilan, c'est-à-dire l'actif. Alors que le passif, regroupant l'ensemble des engagements financiers des ménages, comme nous l'avons vu dans les paragraphes précédents, a un impact très important sur les décisions réelles.

Traditionnellement, les effets de richesse sont circonscrits qu'autour des avoirs détenus. Ce qui donne la fausse expression qu'il suffit que son patrimoine prenne de la valeur pour augmenter la consommation. Or, pour avoir une vision plus globale des effets de richesse, il est important, compte tenu de la nature actuelle de nos économies, caractérisée par la progression à la fois de la dette et des avoirs détenus par les ménages, de prendre en considération le poids des engagements financiers. Il apparaît, même si cette tendance reste à confirmer par des études empiriques, que la progression du patrimoine entraîne aussi une hausse importante de la dette des ménages. Dans les pays où l'extraction hypothécaire est possible, le marché du crédit hypothécaire a crû en même temps que le patrimoine des ménages. La progression des engagements hypothécaires rend les ménages très vulnérables en cas de retournement des marchés financiers et immobiliers.

2. L'évaluation des effets de richesse

Le but de cette seconde partie est de retracer le lien entre patrimoine, crédit et consommation en s'appuyant sur des arguments empiriques. Certes, il est important de souligner d'emblée que la plupart des études empiriques se sont limitées à déterminer les effets positifs de la valorisation du patrimoine sur les dépenses de consommation. Même si, ce lien de causalité est validé dans la plupart des pays avec des intensités plus ou moins forte, il nous semble important de mettre davantage en avant l'interaction entre patrimoine et crédit.

2.1 Les stratégies d'estimation du lien entre patrimoine et consommation

Les fondements théoriques des modèles qui permettent d'évaluer les effets de richesse sont issus de deux principaux courants : les travaux de Friedman (1957) et ceux d'Ando et Modigliani (1963). Ces deux auteurs cherchent à expliquer la dynamique de la consommation à long terme à partir de la valorisation du patrimoine des ménages. D'ailleurs, toutes les hypothèses retenues par ces deux auteurs cherchent à prouver que les ménages tiennent systématiquement compte de la croissance de la valeur de leur patrimoine dans leur décision de consommation. Cette ligne directrice est maintenue en dépit des élargissements opérés, intégrant de nouvelles problématiques. Tout en gardant les hypothèses de base des modèles fondateurs, la méthodologie poursuivie actuellement par les économistes cherche à articuler le modèle du revenu permanent de Friedman et celui du cycle de vie d'Ando et Modigliani. Cette articulation s'appuie sur des arguments théoriques, principalement néoclassiques, qui considèrent que les consommateurs cherchent à chaque fois à maximiser leur utilité en tenant compte de leurs ressources présentes et futures. Ces ressources sont composées de revenus salariaux et de revenus non salariaux. Avec ces deux composantes, nous avons la formule suivante qui décrit la progression de la richesse entre la période t et $(t + 1)$:

(1) $A_t = Y_t - C_t + (1 + r_t)A_{t-1}$. Avec A_t le patrimoine des ménages à la période t , composé de l'ensemble des actifs financiers et immobiliers, Y_t les revenus salariaux et C_t la consommation présente. Pour tenir compte de la dynamique de la consommation, des hypothèses supplémentaires sont introduites afin de faire émerger une flexibilité intertemporelle qui permet aux ménages de disposer des ressources supplémentaires au passage de la vie active à la retraite. Il s'agit en fait de montrer que les ressources accumulées leur permettent de garder le même niveau de vie à la retraite.

Ce qui va dans le sens des arguments d'Ando et Modigliani qui considèrent que les ménages avec leur patrimoine cherchent à lisser leur consommation au cours de leur durée de vie. Ce comportement suppose que l'économie, selon les hypothèses retenues par ces deux auteurs, se dote de mécanismes institutionnels qui permettent d'atténuer les contraintes de liquidités. Au total, les ménages doivent avoir la possibilité de déterminer leur consommation en se basant sur le revenu permanent, c'est en fait l'hypothèse clé du modèle du cycle de vie. La transmission de la richesse qui permet aux ménages de moduler leur consommation entre les deux périodes s'écrit :

$$(2) \sum_{K=0}^{T-t} \frac{C_{T+K}}{\prod_{i=0}^K (1+r_{t+i})} = A_{t-1} + \sum_{K=0}^{T-t} \frac{Y_{t+k}}{\prod_{i=0}^K (1+r_{t+i})}.$$

Cependant, les deux auteurs considèrent que les ménages vont toujours chercher à avoir une évolution optimale de leur consommation, ce qui requiert beaucoup de vigilance de leur part afin de transformer toute valorisation de leur patrimoine en revenu consommable. D'autre part, pour arriver à une consommation optimale, aucune transmission de richesse entre génération ne pourra s'effectuer. L'équation qui met de maximiser l'utilité intertemporelle afin d'obtenir un niveau de consommation satisfaisante est la suivante :

$$(3) \frac{U'(C_{t+1})}{U'(C_t)} = \frac{1+\delta}{1+r_t}. \text{ Cette formule est communément appelée équation d'Euler. Les}$$

équations (2) et (3) permettent de déterminer la consommation à chaque date (équation (4)) en fonction des revenus salariaux et des flux de placements qui s'écrit ainsi :

$$(4) C_t = R \cdot \left[A_{t-1} + \sum_{K=0}^{T-t} \frac{Y_{t+k}}{\prod_{i=0}^K (1+r_{t+i})} \right]$$

$$\text{avec } R = \left[\sum_{K=0}^{T-t} \frac{(1+\delta)^k}{(1+r_{t+K}) \left[\prod_{i=0}^{K-1} (1+r_{t+i}) \right]^2} \right]^{-1} \quad (5)$$

Avec l'équation (4) nous avons le lien à long terme entre patrimoine et consommation. Ce lien montre une interaction entre valorisation du patrimoine des ménages et sa contribution aux dépenses de consommation. Un tel lien nous semble fragile si nous regardons de plus près la position bilancielle des ménages. En effet, si la valorisation du patrimoine a une influence directe sur la consommation, elle contribue à accroître le niveau d'endettement des ménages. Or, cette interaction est rarement soulignée ou présente dans la plupart des études entreprises sur les effets de richesse. D'ailleurs, si il est communément admis que la hausse du patrimoine contribue à la vigueur de la consommation, il y'a lieu tout de même de croire, compte tenu des changements de comportements des ménages, que ses effets sur la demande interne est plutôt à court et moyen terme. En effet, les ménages ne transforment pas, lorsqu'ils ont la possibilité, l'intégralité des fonds extraits en revenus consommables. Plus de la moitié des ressources extraites servent à d'autres usages comme notamment le remboursement des dettes antérieures. La plupart des études empiriques entreprises sur les effets de richesse montre certes une validation des effets de richesse, surtout immobilière, dans les pays anglo-saxons avec une contribution qui est en dessous des 8%.

Elasticité de la consommation en cas de valorisation du patrimoine

| | | Pays anglo-saxons | Pays d'Europe continentale |
|-----------------------------------|-------------------------------|-------------------|----------------------------|
| Catte et al.(2004) | effet de richesse financière | 0,03-0,07 | 0,01-0,02 |
| | effet de richesse immobilière | 0,05-0,08 | 0-0,02 |
| Sierminska et Takhtamanova (2007) | effet de richesse financière | 0 | 0,02-0,04 |
| | effet de richesse immobilière | 0,12 | 0,1-0,13 |
| Aviat et al. (2007) | effet de richesse | 0,036-0,058 | 0,4 |
| Mishkin (2007) | Effet de richesse | 0,0375 | ----- |

Les résultats les plus satisfaisants, obtenus aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, aux Pays-Bas et au Canada, ne dépassent même pas les 8%. Or, ces pays sont cités comme des références lorsque la littérature évoque la transmission des effets patrimoniaux. Pourtant, ces résultats auraient due pousser à relativiser le lien entre les effets de richesse et la croissance.

2.2. Effets de richesse et croissance économique : un lien à moyen terme

Si le lien entre effets patrimoniaux et croissance est validé dans les pays anglo-saxons ainsi que dans certains pays de l'Europe continentale (Pays-Bas, Danemark), il y'a lieu de s'interroger sur le cercle vertueux de cette interaction à long terme. D'ailleurs, les modèles théoriques de revenu permanent et de cycle de vie ainsi que les études empiriques entreprises s'empressent à chaque fois de tirer la conclusion comme quoi : la valorisation du patrimoine des ménages a des effets positifs sur la croissance à long terme. Si, la croissance du patrimoine a permis d'entretenir la vigueur de la consommation dans les pays où les effets de richesse sont validés, il est important de noter que ses effets ne sont pas durables et qu'à long terme, la dette des ménages reste, posant de nombreuses difficultés sur le plan individuel et aussi sur le plan macroéconomique. Dans la zone euro où les effets de richesse sont loin d'être évidents, la valorisation du patrimoine immobilier a permis de gagner en moyenne, selon l'OFCE (2008), 0,2 point de croissance par an cours de la période 2003-2007. L'Espagne enregistre la plus forte contribution avec 0,4 point de croissance annuelle, la France comptabilise un gain annuel de 0,2 points¹⁶. Toujours selon l'OFCE, la consommation privée a aussi bénéficié des effets de la valorisation du patrimoine immobilier qui a progressé entre 2003 et 2007 de 1,6% par an dans la zone euro. Cette progression est beaucoup plus nette en Espagne et en Irlande avec respectivement 2,2 points et 2,5 points.

Progression annuelle de la consommation privée (2003-2007)

| Pays | Allemagne | Italie | France | Espagne | Irlande |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Consommation privée | 0,1 point | 0,6 point | 1,4 point | 2,2 points | 2,5 points |

Sources : OFCE, octobre 2008, numéro 107, pp.161.

2.2.1 Délais des effets de richesse

Mishkin (2007) s'est intéressé aux délais de manifestation des premiers signes des effets de richesse sur la consommation. Cette problématique a attiré très peu l'attention de la littérature théorique, ce qui explique d'ailleurs le peu d'intérêt des économètres en ce sujet.

¹⁶ Calculs effectués par l'OFCE, revue octobre 2008, numéro 107, pp.159.

Mishkin a étudié le cas des Etats-Unis en abordant à la fois la problématique de l'ampleur des effets de richesse¹⁷, sujet plutôt classique dans la littérature, et leur vitesse de transmission dans l'économie. L'auteur constate que les premiers signes des effets de richesse commencent à se manifester au bout de huit trimestres. Ce délai est assez long pour un pays qui dispose déjà des mécanismes institutionnels permettant aux épargnants d'extraire de la liquidité. En plus, les Etats-Unis sont au peloton de tête parmi les pays où les effets de richesse sont validés. Ce qui pourrait laisser croire que les effets de richesse se manifestent beaucoup plus rapidement. Cette impression est validée par le traitement réservé à ce sujet. En effet, lorsque la littérature aborde l'interaction entre valorisation du patrimoine et consommation nous avons souvent l'expression que ce lien est sans délai. Il suffit que les cours boursiers ou immobiliers soient bien orientés pour transformer les plus-values latentes en consommation. Mishkin apporte la preuve empirique que le lien entre patrimoine et consommation tarde à se manifester même dans les pays où les contraintes de recharge hypothécaire sont les moins fortes. D'autre part, l'impact des effets de richesse sur la consommation n'est pas durable. Une étude du FMI en 2008 va dans le sens des arguments de Mishkin en montrant que la contribution des effets patrimoniaux en la vigueur de la croissance a duré moins dix ans au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, période la plus longue. Par ailleurs, il est important de souligner que la dette a suivi le mouvement en progressant fortement.

2.3 L'extraction hypothécaire amplifie l'endettement des ménages

Sellon (2002) a mis en évidence le caractère amplificateur des effets patrimoniaux sur la dette des ménages. Il a étudié le comportement d'endettement des ménages américains depuis les années soixante-dix et il constate une corrélation très forte entre progression du passif et hausse des cours boursiers. Ce qui confirme que l'offre de crédit hypothécaire de la part des établissements financiers est procyclique. En effet, lorsque les marchés financiers sont dans un cycle haussier, les institutions bancaires ont tendance à desserrer les conditions d'attribution du crédit, ce qui a une incidence majeure sur la taille du marché hypothécaire qui est passée de 4300 milliards en 2000 à plus de 10000 milliards de dollars en 2006¹⁸. Cette progression est la preuve que la valorisation du patrimoine contribue à alimenter la dette.

¹⁷ Les effets de richesse sont estimés à 0,0375, c'est-à-dire que les ménages vont dépenser 3,75 cents pour un dollar de richesse supplémentaire.

¹⁸ Chiffres fournis par OFHEO.

Aux Etats-Unis, par exemple, la dette des ménages est passée en l'espace de dix ans de 68,3% du PIB en 1995 à plus de 98% en 2005. Une progression similaire est constatée au Royaume-Uni, en Espagne, aux Pays-Bas.

Explosion de l'endettement des ménages (% du PIB)

| Pays | Dettes/PIB | |
|-----------------|------------|--------|
| | 1995 | 2005 |
| Etats-Unis | 68,3% | 98% |
| Pays-Bas | 57,3% | 116,5% |
| Grande-Bretagne | 73,5% | 104,2% |
| Italie | 22,2% | 38,3% |
| Allemagne | 62,2% | 70,1% |
| France | 41,7% | 56,2% |
| Espagne | 42% | 69% |

Source :OCDE¹⁹, 2006

¹⁹ « Les ménages sont-ils vulnérables du fait de leur endettement croissant ? », OCDE, 2006.

Conclusion

Comme nous l'avons vu dans ce chapitre, la hausse du patrimoine des ménages au cours de ces dernières années a alimenté davantage la dette que la consommation. Le lien entre patrimoine, consommation et croissance que les modèles des effets de richesse ont souvent mis en évidence est à relativiser, même dans les pays anglo-saxons où les effets patrimoniaux sont validés. Certes, nous ne cherchons pas à mettre en doute le sens de causalité de cette relation qui est validé par de nombreuses études empiriques et théoriques mais, nous devons aussi prendre en compte le fait que la valorisation du patrimoine, surtout immobilier, a tendance à accroître le niveau d'endettement des ménages.

Or, comme nous l'avons montré au cours de la seconde section, la valorisation du patrimoine contribue à la hausse des dépenses de consommation à hauteur de 8% au maximum, notamment dans les pays où les effets de richesse sont validés. Cette contribution est toutefois mineure, si nous prenons la fourchette habituelle des effets de richesse dans les pays où ils sont validés qui est entre 5 et 8%, comparativement à la hausse de la dette. La hausse de la dette hypothécaire, alimentée par la valorisation des actifs financiers et immobiliers, rend les ménages de plus en plus sensibles aux chocs monétaire et financier. Avec l'accroissement de leurs engagements financiers, ils deviennent de plus en plus vulnérables en cas de hausse des taux d'intérêt, surtout dans les pays anglo-saxons où l'essentiel des emprunts sont à taux variables. Avec ce chapitre nous avons vu le lien entre patrimoine, endettement et vulnérabilité des agents privés. Cette interaction montre que désormais les effets financiers ont pris une dimension toute particulière au cours de cette dernière décennie.

Bibliographie

- Ando, A., et F. Modigliani, [1963], « The life cycle hypothesis of saving : Aggregate implications and tests », *American Economic Review*, vol.53, №1, pp.55-84.
- Aviat, A., Bricongne, J-C., et Pionnier, P.A., [2007], « Richesse patrimoniaux et consommation : un lien ténu en France, fort aux Etats-Unis », Note de conjoncture de Insee, décembre, pp.37-52.
- Byrne, J.P., Davis, E.P, [2003], « Disaggregate wealth and aggregate consumption : an investigation of empirical relationships for the G7 » *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 65, 197-220.
- Catte, P. et Al., [2004], « Housing markets, Wealth and the business cycle OECD », *Economics department Working Papers*, №394.
- Carroll, C.D., Otsuka, M. et Slacalek, J., [2006], « How large is the housing wealth effect? A new approach », Working paper, №535, Johns Hopkins University.
- ECB, [2009], « Housing Wealth and private consumption in the euro », *Monthly Bulletin*, janvier.
- FMI, [2008], « The changing housing cycle and the implications for monetary policy », *World Economic Outlook*, avril.
- Mishkin, F.S., [2007], « Housing and the monetary transmission mechanism », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium*.
- Friedman, M., [1957], « A Theory of the consumption function », *Princeton University Press*.
- Sellon, G. [2002], « The changing US financial system : some implications for the monetary transmission mechanism », *Economic Review*, First quarter, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Sierminska, E., et Takhtamanova, Y., [2007], « Wealth effects out of financial and housing wealth : Cross country and age group comparisons » *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper* 2007-01.

