

## L'étrange fossé entre l'analyse macroéconomique et le ressenti individuel des citoyens sur l'économie américaine



DISCLAIMER : Les opinions exprimées dans cette note n'engagent que son auteur et ne représentent en rien celles de BSI ou de son employeur

### Résumé :

- Cet article revient, post élection présidentielle, sur le décalage majeur entre la bonne santé de l'économie américaine, sur le plan macroéconomique, et la perception de cette même économie par les ménages américains.
- Il en ressort que la problématique de l'inflation constitue un élément clé pour comprendre ce décalage.
- Il est intéressant de constater que malgré une consommation nationale résiliente, une remontée du revenu réel par tête et une modération de la croissance des prix, au cours de la dernière année, l'anxiété des ménages vis-à-vis de la situation inflationniste n'est nullement retombée.
- Des explications relevant de l'économie comportementale et de l'impact différencié de l'inflation par catégorie de revenus sont exposées pour donner sens au maintien de ce haut niveau d'anxiété relatif au niveau des prix.
- En conclusion, quelques pistes de réflexion sont proposées sur les implications potentielles des éléments de cette note, en termes de politique budgétaire et monétaire.

En octobre 2023, le Financial Times posait la question de manière explicite : « [Pourquoi l'économie américaine est-elle si résiliente ?](#) ». À un an de l'élection présidentielle, tous les indicateurs semblaient, en effet, au vert. Avec une croissance du PIB réel de +2,9 % en 2023<sup>1</sup> et un taux de chômage proche des 4 %, les Etats-Unis brillaient face à une Europe plombée par une demande interne morne et des

---

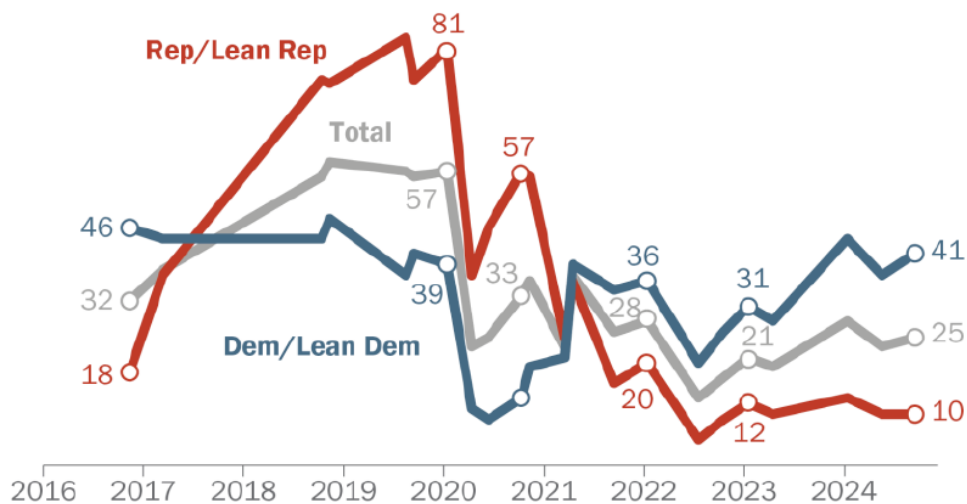
<sup>1</sup> A titre de comparaison, sur la même période, la zone euro réalisait une croissance annuelle, en termes réels, de seulement 0,4%.

difficultés à relancer sa machine industrielle, et d'une Chine encore déboussolée par la crise immobilière. La belle surprise américaine a perduré en 2024<sup>2</sup>, au point que le Fonds Monétaire international (FMI) révisé à la hausse la prévision de croissance américaine pour cette même année, sur la base d'une « *amélioration de la consommation et de l'investissement non résidentiel* »<sup>3</sup>.

Et pourtant, toutes ces bonnes performances macroéconomiques ne peuvent dissimuler un troublant paradoxe. D'après les enquêtes réalisées par le Pew Research Center début septembre 2024, soit deux mois avant le vote aux élections présidentielles du 5 novembre, seuls 25 % des citoyens américains émettaient un avis positif sur l'état de leur économie (voir Graphique 1). Il est possible de distinguer, dans ces chiffres, une division par affiliation politique avec 90 % de sondés républicains se disant insatisfaits des conditions économiques actuelles. Mais, même du côté démocrate, la majorité des individus interrogés (59 %) présente également une opinion globalement négative de la situation. La même enquête du Pew Research Center indiquait, par ailleurs, que 81 % des sondés considéraient l'économie comme une problématique « très importante » dans leur choix du vote pour l'élection présidentielle de novembre.

**Graphique 1 : Enquête de satisfaction des adultes américains sur les conditions économiques du pays**

*% who say economic conditions in the country today are **excellent/good***



Sources : Pew Research Center

Tenter de comprendre ce large fossé entre la solidité des indicateurs macroéconomiques américains et la perception négatives des ménages sur cette même économie, nécessite de revisiter le récent choc inflationniste qui a eu un profond impact sur le quotidien des ménages américains.

## I. L'impact majeur de l'inflation sur les perceptions individuelles des conditions économiques

<sup>2</sup> Avec un acquis de croissance réelle sur les trois premiers trimestres à +2,6 %, un marché du travail toujours dynamique (malgré un progressif ralentissement des créations d'emplois), une demande intérieure soutenue et un marché boursier à des sommets historiques.

<sup>3</sup> FMI, Octobre 2024 World Economic Outlook, Chapitre 1, p.9.

En allant davantage dans le détail des préoccupations économiques des américains sondés par le Pew Research Center, on observe une forme de stabilité, depuis 2023, dans la hiérarchie des sujets économiques jugés les plus préoccupants. Le tableau 1, ci-dessous, montre que l'inflation des biens alimentaires et de consommation restait, en septembre 2024, la source d'inquiétude majeure des répondants à l'enquête, suivie de près par le coût du logement qui voit sa proportion de sondés très inquiets augmenter de 8 points de pourcentage entre avril 2023 et septembre 2024. La question du marché de travail connaît aussi une croissance notable de 13 points mais demeure, au global, un sujet secondaire par rapport aux deux premiers cités.

**Tableau 1 : Sujets économiques jugés les plus préoccupants par les citoyens américains**  
% du nombre de sondés se disant très inquiets à propos du sujet discuté

Sujet	Avril 2023	Janvier 2024	Septembre 2024
Prix de l'alimentation et autres biens de consommation	72%	72%	74%
Coût du logement	61%	64%	69%
Difficulté à trouver un emploi	27%	31%	40%
Dynamique des marchés boursiers	24%	18%	24%

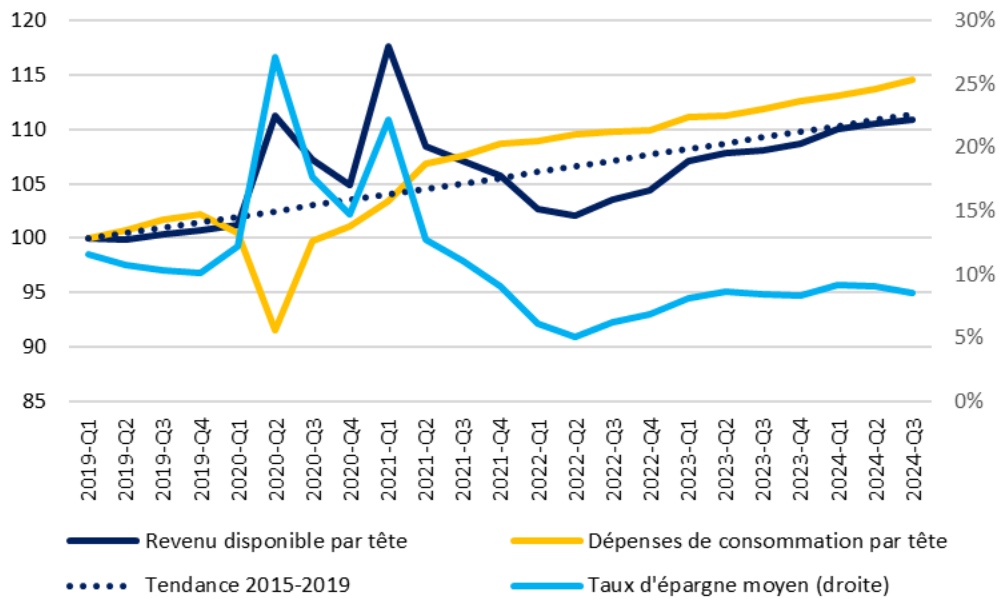
Source : Pew Research Center

Les préoccupations grandissantes des répondants à l'enquête sur la question du coût du logement peuvent, notamment, être associées à la hausse des taux d'intérêt<sup>4</sup>. Sur ce sujet, une note de l'Agence Fédérale du Financement du Logement (FHFA) montre que le renchérissement récent du crédit immobilier a incité de nombreux propriétaires - remboursant un prêt à taux fixe contracté avant la pandémie - à ne pas vendre leur bien pour éviter de resouscrire à un nouveau prêt avec un taux beaucoup plus élevé que celui de leur prêt actuel<sup>5</sup>. Ce phénomène tend à réduire encore davantage le stock de biens disponibles et à faire monter les prix, aggravant encore davantage les difficultés des ménages à la recherche d'un logement. On peut donc supposer, ici une forme de cohérence entre dynamique macroéconomique et inquiétude croissante des ménages.

**Graphique 2 : Revenu disponible, dépenses de consommation et taux d'épargne aux Etats-Unis**  
Ajustés de l'inflation, Q1 2019 =100

<sup>4</sup> Début novembre 2024, un prêt immobilier à trente ans affiche un taux d'intérêt moyen de 6,8 % contre 3 % à la fin de l'année 2021.

<sup>5</sup> Ross M. Batzer, Jonah R. Coste, William M. Doerner, and Michael J. Seiler, « The Lock-In Effect of Rising Mortgage Rates », Federal Housing Finance Agency, Working Paper, mars 2024.



Source : US Bureau of Economic Analysis (BEA), calculs de l'auteur

Cependant, sur la problématique majeure de l'inflation, le fossé entre ressenti des ménages et analyse macroéconomique apparaît considérable et plus surprenant. En effet, les répondants à l'enquête du Pew Research Center expriment une inquiétude quasi constante entre avril 2023 et septembre 2024 sur cette problématique. Mais le macroéconomiste, lui, pourrait rétorquer que l'inflation a considérablement ralenti sur cette même période. En effet, entre avril 2023 et septembre 2024, l'inflation américaine est passée de +4,9 % en glissement annuel à +2,4 %. Une division par plus de deux du taux de croissance de l'indice des prix. Il est évident que ralentissement de la croissance des prix ne signifie pas la baisse de ces derniers et que les larges hausses précédentes continuent d'affecter le quotidien des ménages américains. Cependant, il est nécessaire de regarder le pendant des revenus pour avoir une vision complète. Le Graphique 2, ci-dessus, montre que l'évolution du revenu disponible réel<sup>6</sup> par tête des ménages américains a augmenté de +2,8 % entre le deuxième trimestre 2023 et le troisième trimestre 2024. Comment, par conséquent, faire sens d'une absence d'amélioration du ressenti des ménages, vis-à-vis de l'inflation, dans un contexte de division par deux du taux de croissance des prix et d'un revenu disponible réel en hausse ?

Deux types d'explication sont proposés dans cette note pour faire sens du décalage entre l'évolution du ressenti des ménages vis-à-vis des conditions économiques, et les conclusions dérivées de l'analyse des données macroéconomiques : (i) le rôle des biais cognitifs affectant la perception des individus et (ii) l'importance d'analyser les prix et les revenus au-delà de leur dynamique moyenne ou agrégée<sup>7</sup>.

## II. Une perception différenciée des gains et des pertes

Tout d'abord, on ne peut écarter l'hypothèse que les individus soient victimes, dans une certaine mesure, de biais cognitifs influençant leurs visions de la situation économique. Dans le cadre plus spécifique de la perception de l'inflation dont nous traitons ici, on peut notamment aborder l'une des

<sup>6</sup> Par réel, il est entendu ici : ajusté de l'inflation.

<sup>7</sup> Ces deux canaux d'explication sont notamment traités par un récent article de Jean-Luc Tavernier, « Peut-on mesurer le ressenti des phénomènes économiques et sociaux ? », INSEE, octobre 2024

grandes théories de l'économie comportementale développée par Kahneman et Tversky à la fin des années 1980 : la théorie des perspectives<sup>8</sup>. Les travaux des deux économistes montrent notamment que les individus n'ont pas une sensibilité égale face aux gains et aux pertes, le coût psychologique imputé par une perte monétaire tendant à être supérieur à celui du bénéfice psychologique généré par un gain de même ampleur.

Il se trouve que le Graphique 2, ci-dessus, présente une illustration assez intuitive de ce phénomène d'aversion à la perte. La courbe bleue pointillée représente le revenu disponible réel des ménages par tête si ce dernier avait suivi la tendance de croissance observée sur la période pré-pandémique allant de 2015 à 2019. Le revenu disponible réel par tête se trouvait, au troisième trimestre 2024, très proche de sa tendance pré-pandémique mais a connu, avant cela, deux phases bien distinctes :

- 1) Une première phase de croissance du revenu disponible réel par tête supérieure à la tendance pré-pandémique entre 2020 et 2021 notamment permise par les plans d'aide fédérale consentis par les administrations Trump et Biden pour faire face à l'impact économique de la pandémie de Covid-19. Ces fortes augmentations de revenu disponible réel se sont traduites par une hausse substantielle de l'épargne des ménages, notamment en 2020 où la consommation était limitée par les mesures de restrictions sanitaires.
- 2) Une phase de baisse puis de rattrapage progressif du revenu disponible réel par tête inférieure à sa tendance pré-pandémique entre 2022 et 2024. Cette deuxième phase correspond à l'irruption du choc inflationniste qui a érodé le pouvoir d'achat du consommateur américain. Il est intéressant de noter que les dépenses de consommation réelles par tête n'ont été que très peu affectées par le choc inflationniste. Cela semble s'expliquer par un effet de lissage de la consommation par l'épargne, les ménages utilisant une partie de leur épargne accumulée au cours de la pandémie pour maintenir leur niveau de consommation en volume malgré une baisse de leur revenu disponible réel à partir de 2022. La stabilisation du taux d'épargne à un niveau inférieur à celui de 2019, à partir de l'année 2023, peut également indiquer une difficulté croissante des ménages à maintenir leur niveau de consommation habituel, les obligeant à puiser, plus que par le passé, dans leur épargne.

En suivant la théorie de Kahneman et Tversky, on peut supposer que la deuxième phase de perte de pouvoir d'achat des ménages a pesé, de manière disproportionnée, sur leur perception de la situation économique, et ce alors que les deux années précédentes avaient constitué des années de gains de revenus substantiels, bien au-delà de la tendance pré-pandémique. Le fait que les ménages américains disposent, au troisième trimestre 2024, d'un revenu disponible par tête réel quasiment aussi important que dans un contrefactuel théorique sans crise pandémique et inflationniste ne change rien. Selon l'hypothèse de Kahneman et Tversky, le coût psychologique de la perte ponctuelle de revenu réel lié à l'inflation demeure largement ancré dans les esprits et maintient le ressenti des individus en territoire négatif.

---

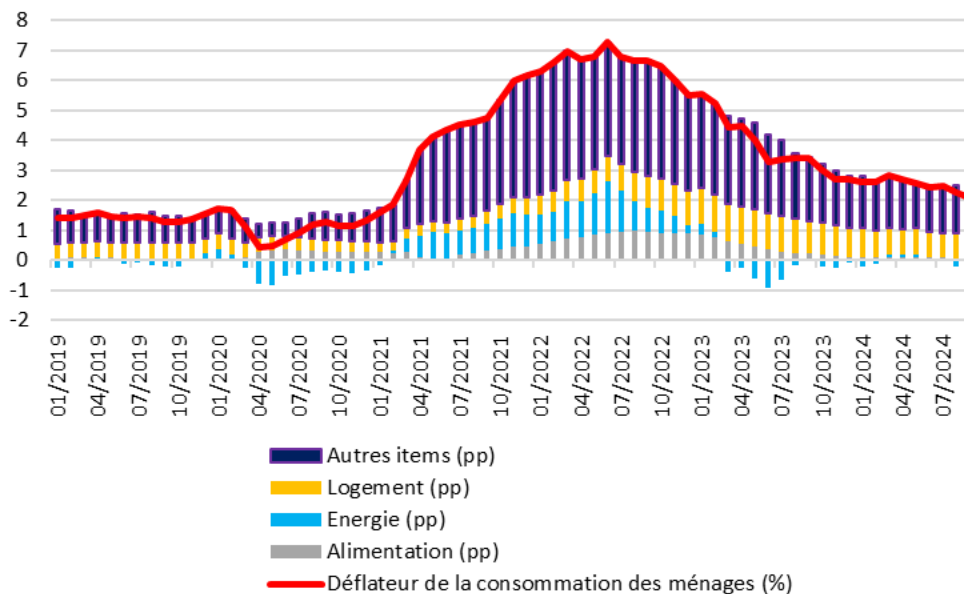
<sup>8</sup> Daniel Kahneman et Amos Tversky, « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, vol. 47, no 2, mars 1979, p. 263-291.

Le lecteur pourra consulter également une étude plus détaillée d'Arno Fontaine sur la problématique des biais comportementaux et de leurs impacts économiques et financiers sur le site de BSI Economics : [Prophétie autoréalisatrice, biais et économie : les décisions individuelles et leurs impacts sur l'activité \(Note\) – BSI Economics, le think tank sur l'économie](#)

### III. Aller au-delà de la moyenne

Le suivi des prix et des revenus à l'échelle macroéconomique se fonde généralement sur une analyse par la moyenne. La somme des revenus est divisée par la population pour obtenir un « revenu par tête » tandis que le calcul de l'indice des prix à la consommation est fondé sur l'étude d'un panier de consommation moyen pour l'ensemble des ménages. Bien que souvent nécessaire, par souci de simplification, l'analyse par la moyenne peut masquer des dynamiques parfois très variables en fonction de différents critères retenus pour catégoriser les individus : le revenu, le niveau d'éducation, l'âge, la situation géographique etc.

**Graphique 3 : Croissance des prix à la consommation aux Etats-Unis et ces composantes<sup>9</sup>**  
Glissement annuel et contribution en points de pourcentage



Source : Réserve Fédérale de San Francisco, calculs de l'auteur

S'agissant de l'impact du choc inflationniste, il est nécessaire de rappeler que tous les ménages ne consomment pas de la même manière. Ces différents paniers de consommation ne sont donc pas égaux face à un même choc inflationniste. Par exemple, les biens et services de première nécessité comme la nourriture, l'énergie ou le logement constituent une part très importante des dépenses des ménages à faible revenu (jusqu'à 77 %) alors qu'ils représentent une part beaucoup plus faible de celles des ménages à haut revenu (31 %)<sup>10</sup>. Or, ces postes de dépense dits « nécessaires » ou contraints ont été des contributeurs majeurs à l'inflation aux Etats-Unis comme le montre le Graphique 3 ci-dessus.

Alors que près de la moitié de l'inflation américaine à son pic de la mi-2022, s'explique par la contribution des biens et des services de première nécessité, on peut logiquement conclure que ce phénomène de hausse des prix a été plus fortement ressenti par les couches les moins aisées de la population qui ont vu leur pouvoir d'achat se dégrader plus fortement. De manière similaire, il est également possible de supposer que les ménages vivant dans des zones périphériques ou rurales, où

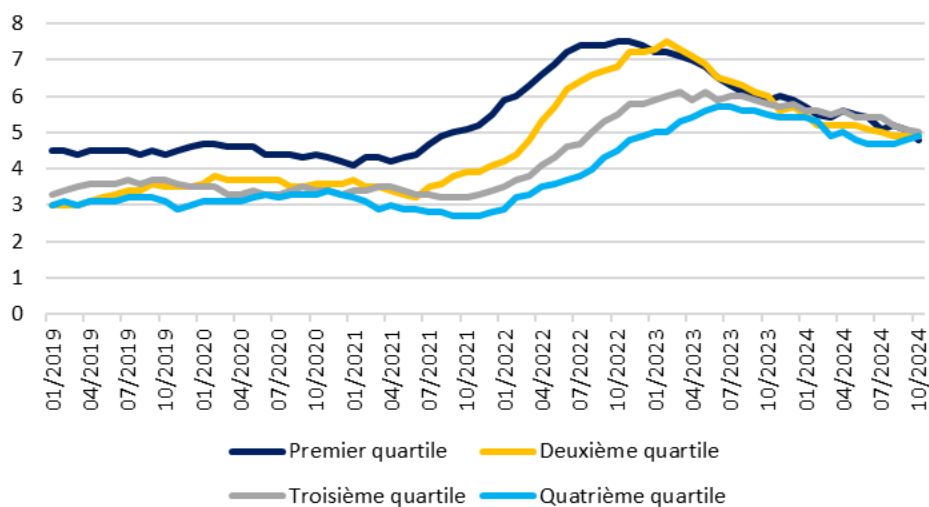
<sup>9</sup> L'inflation est ici mesurée par l'évolution du prix des dépenses de consommation des ménages américains, une alternative à l'indice des prix à la consommation surveillée de près par les autorités monétaires.

<sup>10</sup> Discours de Lael Brainard, Membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve Fédérale, lors de la conférence de recherche de l'Institut du printemps 2022, Opportunity and Inclusive Growth Institute, Minneapolis, 5 avril 2022.

l'usage quotidien de la voiture est indispensable, aient pu ressentir de manière plus forte l'inflation des prix à la pompe à essence que ceux vivant dans les grandes agglomérations urbaines.

Du côté des revenus, l'évolution des salaires nominaux montre une évolution relativement similaire pour tous les quartiles de revenu, avec un avantage pour les 50 % plus bas salaires (voir Graphique 4 ci-dessous). La compensation salariale ne semble donc pas en mesure d'expliquer, à elle seule, des différences significatives de ressenti selon les ménages. Les importantes créations d'emplois enregistrées dans la période post-Covid ont pu également contribuer à soutenir le pouvoir d'achat des ménages bien que ces dernières semblent particulièrement concentrées chez les populations immigrées récemment entrées sur le territoire américain<sup>11</sup>.

**Graphique 4 : Croissance médiane des salaires selon le quartile de revenus aux Etats-Unis**  
%, moyenne mobile sur 12 mois



Source : « Wage Growth Tracker » de la Réserve Fédérale d'Atlanta

Enfin, les revenus du travail ne constituent pas la seule source de revenu pour les ménages. Les revenus de la propriété et ceux issus des actifs mobiliers peuvent également jouer fortement dans la capacité des ménages à faire face à un choc inflationniste. Or, la répartition inégale de la richesse patrimoniale au sein de la société américaine<sup>12</sup> tend à favoriser certaines catégories de ménages par rapport à d'autres en cas de hausse des taux d'intérêt et d'envolée des marchés action, comme ce fut le cas ces deux dernières années. Un sondage de l'institut Gallup, publié en mai 2024, montrait, par exemple, que 87 % des américains avec un revenu annuel de plus de 100 000 dollars possédaient des actions en bourse, contre seulement 25 % pour ceux avec un revenu annuel de 40 000 dollars ou moins<sup>13</sup>.

Ces inégalités en termes d'exposition à l'inflation et d'évolution des revenus font le lien avec un article récent de la Réserve Fédérale, montrant que la résilience de la consommation réelle par tête, observée dans le Graphique 2, masque en réalité d'importantes disparités. Les ménages avec un revenu annuel inférieur à 60 000 dollars ont vu leurs dépenses réelles de détail stagner depuis 2021 alors qu'elles ont significativement progressé, sur la même période, chez les ménages à moyen et haut revenu

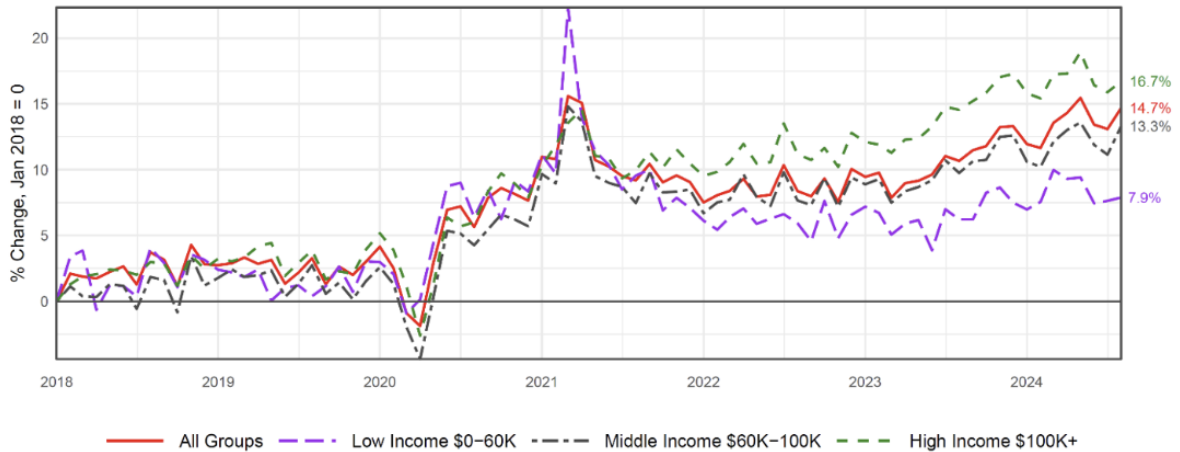
<sup>11</sup> Wendy Edelberg and Tara Watson, « New immigration estimates help make sense of the pace of employment », Hamilton Project, Brookings, mars 2024.

<sup>12</sup> Les lecteurs pourront notamment se référer à l'étude récente de la Réserve Fédérale de St. Louis sur le sujet: Kent et Ricketts, « The State of U.S. Wealth Inequality », octobre 2024.

<sup>13</sup> Jeffrey M. Jones, « Stocks Up, Gold Down in Americans' Best Investment Ratings », Gallup, mai 2024.

(Graphique 5). Ces résultats indiquent clairement que derrière la mesure macroéconomique « en moyenne » se cache des ressentis et expériences très variées de la réalité économique selon les individus.

**Graphique 5 : Dépenses de détail, ajustées de l'inflation, par groupe de revenus aux Etats-Unis**  
Croissance par rapport au point de référence de janvier 2018



Source : Sinem Hacıoğlu Hoke, Leo Feler, and Jack Chylak, « A Better Way of Understanding the US Consumer: Decomposing Retail Spending by Household Income », Réserve Fédérale, octobre 2024

Pour conclure, une ultime section propose quelques pistes de réflexion sur les implications des éléments relevés dans cette note en termes de politique budgétaire et monétaire aux Etats-Unis.

## Potentielles implications sur la politique budgétaire et financière

### Sur le plan de la politique budgétaire :

- L'impact inégal lié au choc d'inflation selon le panier de consommation retenu montre qu'une politique budgétaire efficace contre la perte de pouvoir d'achat des ménages doit prendre en compte une analyse détaillée des biens et services les plus en tension. Cela permettrait de soutenir au mieux les ménages les plus précarisés par la hausse des prix tout en évitant les éventuels gaspillages d'argent public liés à des politiques fiscales indiscriminées. En France, cette réflexion a notamment été portée par la Cour des Comptes qui a pointé le manque de critères discriminants régulant l'accès au « chèque énergie »<sup>14</sup>, dispositif massivement utilisé lors de la crise énergétique faisant suite au déclenchement de la guerre en Ukraine.
- Les Etats-Unis se retrouvent aujourd'hui dans un nouveau contexte politique source d'inflation supplémentaire (hausse des tarifs douaniers, réduction potentielle de la population active avec la déportation supposée de millions d'immigrés illégaux). Alors que les marges budgétaires de l'Etat risquent, dans le même temps, de devenir plus étroites, l'impact d'une nouvelle hausse des prix sur l'inflation pourrait cette fois peser plus fortement sur la

<sup>14</sup> Cour des Comptes, « Le chèque énergie », Communication à la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale, février 2022.

consommation des ménages en l'absence d'un nouvel effort budgétaire majeur similaire à celui des années 2020-2021.

- Enfin, la politique de défense du pouvoir d'achat des consommateurs n'est pas exempte de contradiction avec d'autres objectifs poursuivis par la politique budgétaire. Le slogan pro-fracking « drill, baby, drill » de D. Trump, visant, entre autres, à réduire la facture de carburant des ménages américains, risque, par exemple, d'entrer en forte contradiction avec les incitations au verdissement de l'économie amorcées par l'Inflation Reduction Act sous l'administration Biden.

#### **Sur le plan monétaire :**

- Le décalage entre le constat macroéconomique et le ressenti des ménages sur l'inflation peut amener à des divergences dans les données d'anticipation d'inflation des consommateurs par rapport à celles calculées à partir des variables de marché et des prévisions d'économistes. Pour illustrer ce point, les anticipations moyennes d'inflation à un an données par l'enquête des consommateurs américains de l'Université du Michigan, sur les dix premiers mois de l'année 2024, était de 2,9 % contre 2,5 % pour les anticipations obtenues à travers le modèle de la Réserve Fédérale de Cleveland, basée sur des enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels et des swaps d'inflation échangés sur les marchés. Un décalage trop important entre ces différentes données d'anticipation d'inflation pourrait, à l'avenir, rendre plus difficile le pilotage de la politique monétaire par la Réserve Fédérale.
- Sur le plan du coût du logement, cette note a mentionné que la hausse des taux par la Réserve Fédérale, permettant de lutter contre l'inflation, peut, paradoxalement, renforcer les tensions de prix sur le marché de l'immobilier - une préoccupation majeure pour de nombreux ménages. Cette apparente contradiction risque de perdurer en l'absence d'une offre plus conséquente de nouveaux biens, notamment dans les zones géographiques où la pénurie de logements est la plus forte.