

# Une consommation américaine dopée par les valorisations boursières ?

Par Sixtine Bigot et Aurélien Espic

*En 2025, la consommation américaine a fait preuve d'une résilience inattendue dans un contexte inflationniste et incertain. Cette dynamique s'explique en partie par la hausse des prix des actifs financiers et leur poids dans l'épargne des ménages. Si cette singularité a pu contribuer à la divergence entre Etats-Unis et zone euro, elle expose les ménages américains à une correction de marché.*

## **Pourquoi s'intéresser à la consommation aux Etats-Unis ?**

La consommation des ménages, qui représente près de 70 % du PIB américain, constitue donc un moteur essentiel de la croissance mondiale. Sa dynamique a des implications au-delà des États-Unis, notamment pour la demande adressée à l'Europe, et donc indirectement pour l'orientation de la politique monétaire en zone euro.

Or, l'environnement macroéconomique en 2025 a été marqué par plusieurs facteurs qui auraient dû peser sur le consommateur américain : une hausse historique du protectionnisme ([Berthou et al 2025](#)), d'importantes incertitudes autour des politiques économiques de l'administration Trump et une inflation élevée. En dépit de ces éléments, la consommation a crû de +2,1% en 2025. Cette situation repose-t-elle sur des fondamentaux robustes ou sur des mécanismes plus fragiles, liés notamment aux valorisations financières ?

Pour répondre à ces questions, il apparaît nécessaire d'analyser les déterminants de la consommation des ménages US. Les revenus du travail et les transferts (prestations sociales) sont les principaux déterminants, qui ont pu jouer un rôle important dans le dynamisme de la croissance de la consommation aux US, en particulier après la crise Covid, avec la reprise de l'activité et le soutien public. Au-delà des revenus, le faible chômage, la stabilité du crédit et l'épargne accumulée pendant la période Covid ont pu amortir la perte de pouvoir d'achat liée à l'inflation. Cependant, ces éléments ne permettent pas, à eux seuls, d'expliquer la résilience observée.

En parallèle, la période récente se caractérise par une hausse exceptionnelle des prix des actifs financiers : entre début 2023 et fin 2025, l'indice S&P 500 a progressé d'environ 80 % (cf. Graphique 1). Cette dynamique a fortement accru la richesse nette des ménages, en particulier pour ceux qui détiennent une part significative de leur patrimoine sous forme d'actions, directement ou via des fonds de pension. Cette hausse de la richesse financière a soutenu la consommation via plusieurs canaux. D'une part, elle accroît les ressources perçues comme durables par les ménages, même si elles ne sont pas disponibles directement, ce qui les incite à consommer

d'avantage. D'autre part, elle améliore leur accès au crédit (à travers une meilleure solvabilité) et réduit le besoin d'épargne de précaution. Ainsi, la consommation récente ne peut être comprise sans tenir compte de cette interaction étroite entre les marchés financiers et l'économie réelle.

**Graphique 1 : Valorisation du S&P 500**



Source : LSEG Datastream. Dernier point : 31/12/2025.

Note : l'indice est présenté en écart par rapport au 01/01/2025, en pourcents.

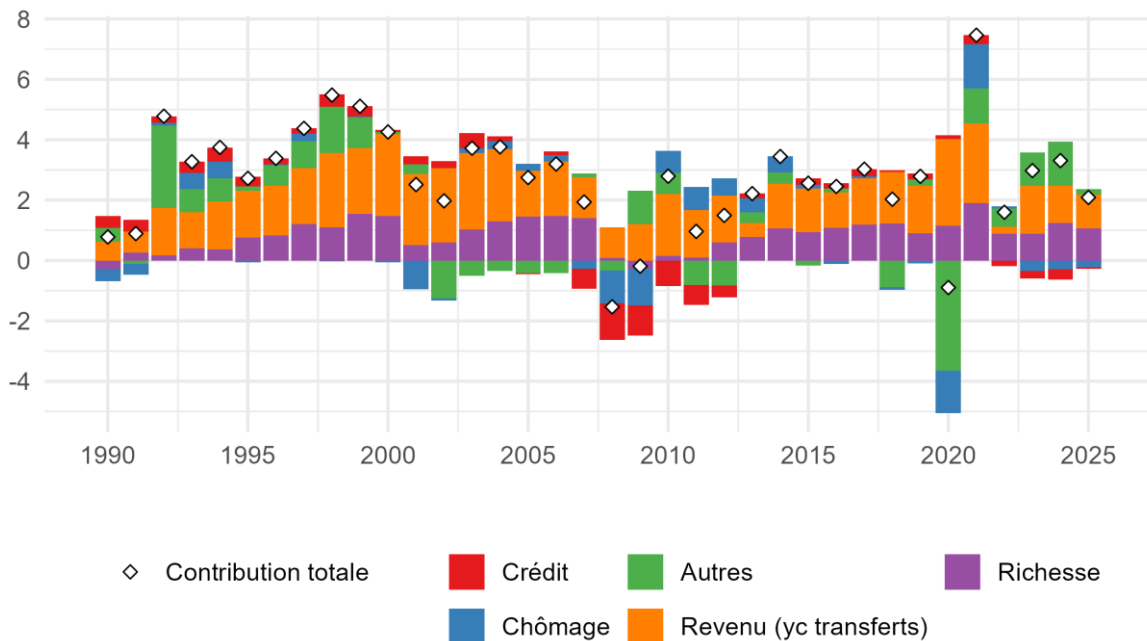
## **Un poids croissant des effets de richesse, source de dynamisme et de vulnérabilité**

Pour évaluer le rôle de chacun de ces facteurs, nous estimons une équation de consommation à partir d'un modèle à correction d'erreur (*Error Correction Model – ECM*). Le modèle relie la croissance trimestrielle de la consommation réelle à ses déterminants de court-terme : la croissance du revenu disponible brut hors transferts, des transferts, du crédit aux ménages, de la valorisation du S&P 500, ainsi que l'évolution du taux de chômage. Contrairement à d'autres estimations, nous ne trouvons pas d'effet richesse de court terme significatif pour les prix de l'immobilier en contrôlant par la croissance du crédit. Le modèle comporte également une force de rappel en cas de déviation par rapport à une relation de long terme entre consommation, revenu et richesse. Dans cet équilibre de long-terme, nous distinguons la richesse détenue par les ménages des 80% les plus modestes en termes de revenus de celle détenue par les 20% les plus riches. Cette distinction permet de prendre en compte l'hétérogénéité des propensions marginales à consommer ([Beach et al. 2025](#)). Nous estimons le modèle à fréquence trimestrielle entre 1990 et 2019.

Le modèle permet de décomposer le rôle de chacun de ces facteurs (cf. Graphique 2). Les revenus apparaissent comme une source de croissance importante et relativement stable tout au long de période. La richesse de ménages est également une source importante, mais plus volatile. En plus de ces deux principaux facteurs, les

contributions du chômage et du crédit sont particulièrement importantes en période de crise (notamment pendant la crise financière de 2008 et la crise Covid). Depuis 2021, si le rattrapage post-Covid a alimenté la croissance de la consommation, son rôle s'est amoindri en 2025. Ainsi, en 2025, la hausse de la richesse des ménages expliquerait environ la moitié de la croissance de la consommation.

**Graphique 2 : Contribution des déterminants à la croissance de la consommation américaine (%)**

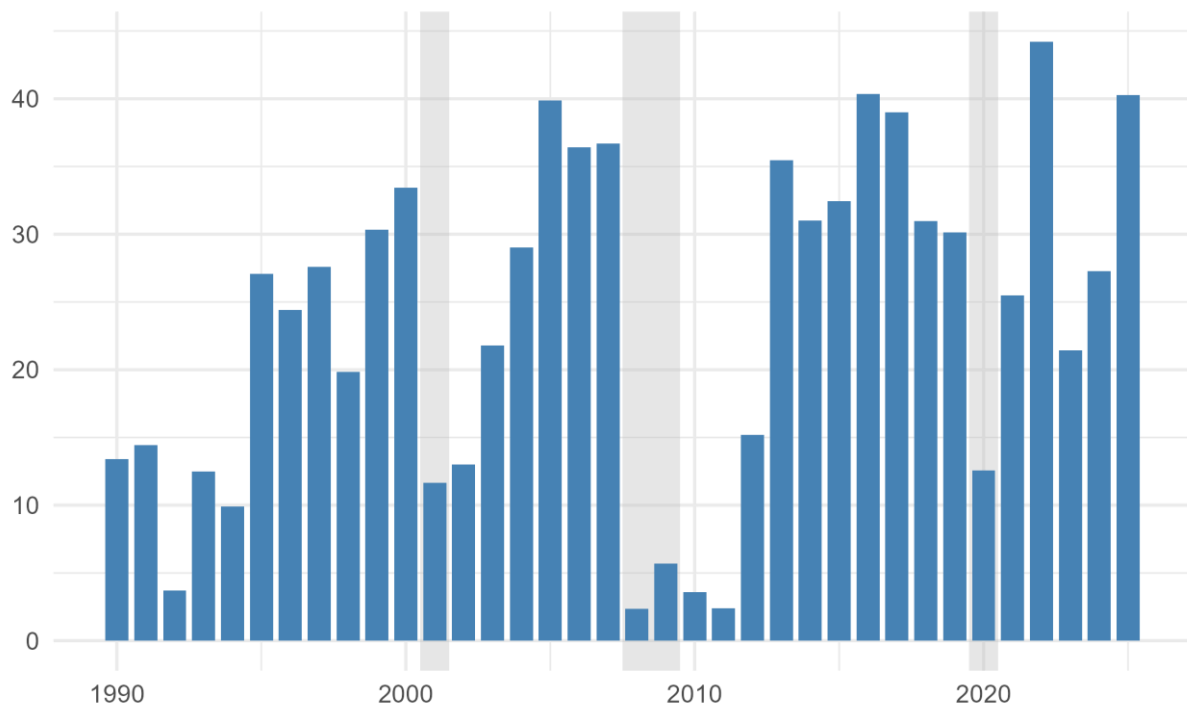


Sources : *Financial Accounts of the US, BLS, BEA, Distributional Financial Accounts, LSEG Datastream.*

Note : *Calculs Banque de France. Les autres contributions sont celles des résidus et des conditions initiales. La croissance est exprimée en moyenne trimestrielle annualisée.*

Sur la base de cette équation, notre estimation de la contribution des effets de richesse à la croissance de la consommation pour 2025 est proche de celle observée à la veille de la crise financière de 2008, et s'inscrit dans une tendance haussière de plus long-terme (cf. Graphique 3). Le poids des effets de richesse a ainsi augmenté depuis le début des années 1990, reflétant une plus forte volatilité des prix des actifs ainsi qu'une financiarisation des bilans des ménages ([Gaudio 2025](#)). La consommation agrégée devient ainsi plus sensible aux fluctuations des marchés financiers. Si ce mécanisme a soutenu l'activité à court terme, il constitue aussi une source de vulnérabilité. Un retournement marqué des valorisations boursières pourrait rapidement peser sur la consommation, amplifiée par une contraction du crédit et une perte de confiance des ménages. Ainsi la vigueur actuelle de la consommation américaine reflète une consommation de plus en plus corrélée aux cycles financiers, et qui n'est donc pas exempte de risques.

**Graphique 3 : Indicateur de contribution de l'effet richesse dans l'évolution de la consommation (%)**



Sources : *Financial Accounts of the US, BLS, BEA, Distributional Financial Accounts, LSEG Datastream.*

Note : L'indicateur est le ratio en pourcentage de l'effet richesse sur l'ensemble des contributions, en valeur absolue. Les zones grisées indiquent les récessions NBER.

La situation américaine contraste fortement avec celle zone euro, et de la France en particulier. En effet, le lien entre prix des actifs et consommation y est plus faible, le patrimoine des Français est en moyenne moins exposé aux marchés actions, tandis que l'immobilier et les dépôts bancaires jouent un rôle plus central. Ainsi, en 2025, les actions représentaient près de 40% du patrimoine brut des ménages US (cf. [Réserve fédérale](#)), contre seulement 15% pour les ménages français (cf. [Trésor-Eco n°378](#)). De plus, ce patrimoine action est plus largement non-côté en France (en large partie du patrimoine professionnel), et donc moins sensible aux variations boursières. Cette différence de structure patrimoniale influence la transmission de la politique monétaire. Aux États-Unis, la hausse des taux agit rapidement sur les valorisations financières, avec des effets directs sur la consommation. En zone euro, la transmission est plus indirecte, passant davantage par le crédit et le revenu disponible, ce qui contribue à une consommation actuellement plus atone, mais aussi potentiellement moins volatile.