



---

**Commission économique pour l'Europe****Conférence des statisticiens européens****Cinquante-huitième réunion plénière**

Paris, 8-10 juin 2010

Point 7 de l'ordre du jour provisoire

**Effets des crises mondiales sur les systèmes statistiques****La crise financière et la nécessité d'améliorer les données****Note du Bureau of Economic Analysis, Département du commerce des États-Unis\****Résumé*

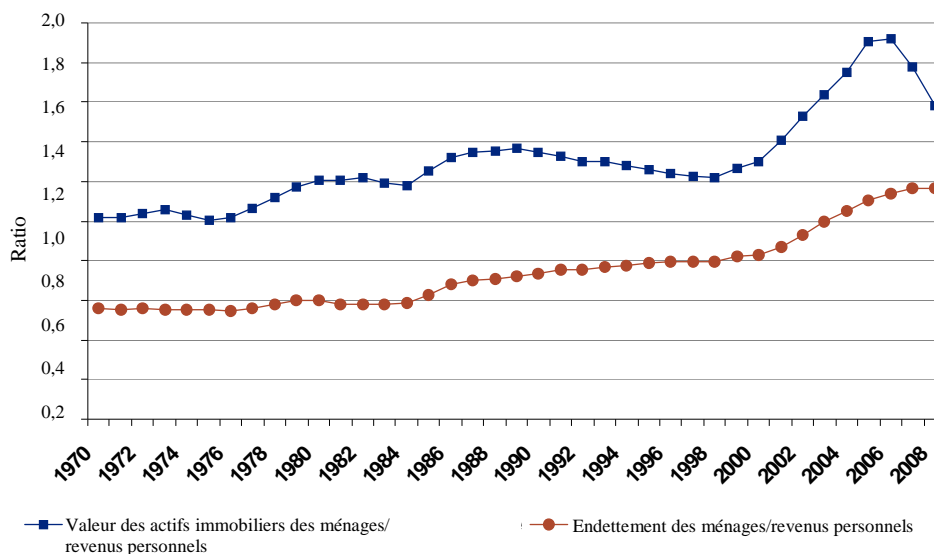
La crise financière actuelle a mis en évidence la nécessité de disposer d'informations à jour et transparentes par type d'instruments, par monnaie, par créanciers et par débiteurs. Il était, semble-t-il, unanimement admis à l'époque que les prix des logements et le cours des actions aux États-Unis étaient «trop élevés» pour pouvoir se maintenir et que les consommateurs dépensaient «trop» et épargnaient trop peu. Depuis le milieu des années 90, les consommateurs tablaient sur l'appréciation de leur logement et de leur portefeuille pour se constituer une épargne. Cela dit, la plupart des experts pensaient, semble-t-il, que la situation allait se corriger progressivement avec le temps, grâce à un ralentissement de l'augmentation des prix des logements et du cours des actions qui deviendrait inférieure à la progression de la croissance et de l'inflation, ou grâce à une correction cyclique normale (modérée). De meilleures statistiques économiques auraient pu aider les décideurs, les analystes et les investisseurs à concentrer leur attention sur la démesure des prix des logements et du cours des actions ainsi que sur l'importance de l'ajustement nécessaire.

---

\* Le présent document a été soumis tardivement pour des raisons techniques.

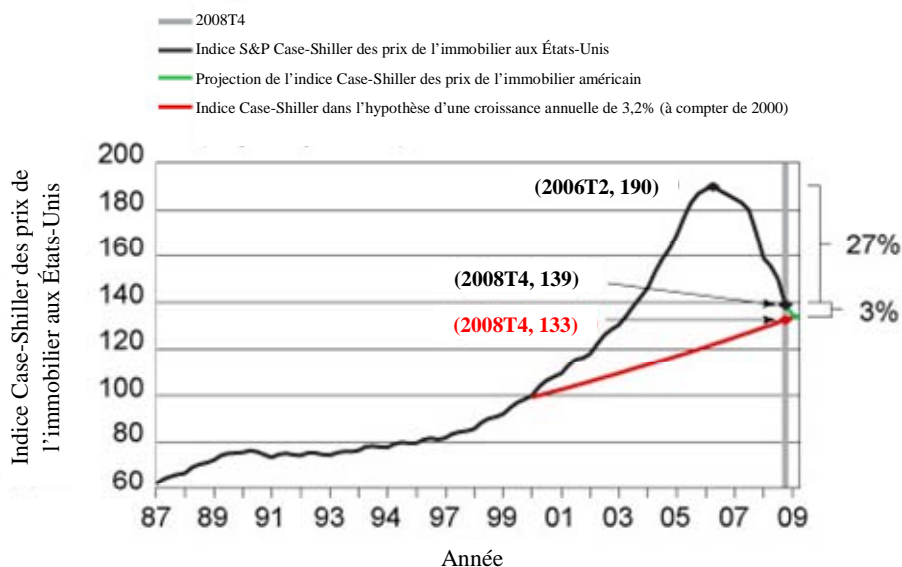
1. La crise financière actuelle a mis en évidence la nécessité de disposer d'informations à jour et transparentes par type d'instruments, par monnaie, par créanciers et par débiteurs. Les nouveaux contrôleurs macroprudentiels auront besoin de ces informations pour repérer les risques dès leur apparition. Il se peut que les organismes statistiques et les autorités de réglementation soient également appelés à collaborer pour établir différentes estimations de la valeur des titres par des méthodes indirectes.
2. La presse économique et la presse non spécialisée semblent avoir décidé que personne, à part quelques prévisionnistes isolés tels que Nouriel Roubini, n'a anticipé l'effondrement des prix des logements et du cours des actions aux États-Unis. Ce qui est probablement plus juste, c'est qu'ils étaient peu nombreux à anticiper la soudaineté ou l'ampleur de la chute des marchés immobilier et boursier. Et ils étaient peu nombreux à anticiper la propagation au monde entier des problèmes qui se sont abattus sur les marchés des actifs aux États-Unis.
3. Il était, semble-t-il, unanimement admis à l'époque que les prix des logements et le cours des actions aux États-Unis étaient «trop élevés» pour pouvoir se maintenir et que les consommateurs dépensaient «trop» et épargnaient trop peu. Depuis le milieu des années 90, les consommateurs tablaient sur l'appréciation de leur logement et de leur portefeuille pour se constituer une épargne. Cela dit, la plupart des experts pensaient, semble-t-il, que la situation allait se corriger progressivement avec le temps, grâce à un ralentissement de l'augmentation des prix et du cours des actions qui deviendrait inférieure à la progression de la croissance et de l'inflation, ou grâce à une correction cyclique normale (modérée).
4. De meilleures statistiques économiques auraient pu aider les décideurs, les analystes et les investisseurs à concentrer leur attention sur la démesure des prix des logements et du cours des actions et sur l'importance de l'ajustement nécessaire. Malheureusement, même si la plupart des informations étaient disponibles en grand nombre, elles n'étaient pas présentées de façon à attirer l'attention, ou à influencer l'action des pouvoirs publics, à l'instar plus ou moins de celles relatives au produit intérieur brut (PIB), à l'inflation ou au taux de chômage qui influent sur la politique monétaire. Certes, nombreux sont ceux qui ont imputé cet effondrement à l'impuissance de la politique monétaire à maîtriser l'inflation des actifs et à celle de la politique réglementaire à maîtriser la prise excessive de risques, mais de bonnes statistiques jouent un rôle essentiel dans la détermination de l'action gouvernementale en mettant publiquement en évidence l'ampleur des problèmes qui apparaissent, et contribuent à la formation d'un consensus populaire sur la nécessité d'agir.
5. La figure 1 fait apparaître l'appréciation du parc immobilier par rapport aux revenus personnels et au PIB aux États-Unis. Entre 2000 et 2007, le rapport entre la valeur de l'immobilier aux États-Unis et les revenus personnels est passé de 1,1 à 1,4 et les prix des logements ont progressé en moyenne de 9,2 % par an, alors que le revenu personnel augmentait en moyenne de 4,8 % chaque année. Certes, une partie de cette augmentation a tenu à la baisse des taux hypothécaires au cours de la période considérée mais, en dernière analyse, les prix des logements dépendent des revenus personnels ou des plus-values escomptées générées par des investissements dans les logements. À un certain moment, l'augmentation des prix a créé une bulle qui ne pouvait qu'éclater à terme. La publication périodique de données telles que celles qui apparaissent dans la figure 2, y compris les données relatives à l'effet de levier sur les marchés immobiliers, aurait pu être utile pour prendre conscience plus rapidement de l'ampleur de cette bulle.

Figure 1  
Logement et revenus personnels



Source: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts data.

Figure 2  
Évolution historique et projection de l'indice Case-Shiller des prix de l'immobilier américain



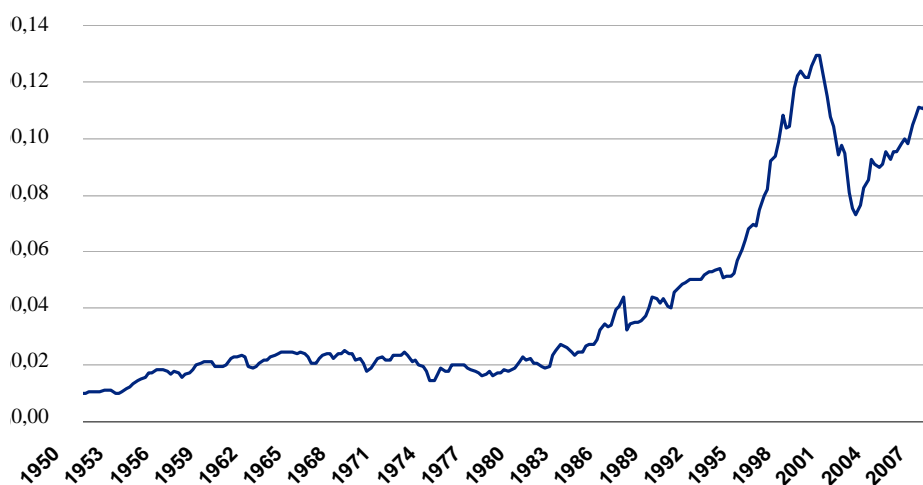
Source: Pollock, 2009.

6. La figure 3 montre la progression du cours des actions par rapport au PIB. Pendant la plus grande partie des années qui ont suivi la Deuxième Guerre mondiale, l'indice des prix S&P a progressé à peu près au même rythme que le PIB et que les bénéfices des entreprises. Cela est logique étant donné que la progression au fil du temps du cours des actions doit découler de l'expansion de l'économie ou d'un taux de rendement plus élevé des investissements et d'une part grandissante du PIB correspondant aux bénéfices des

entreprises<sup>†</sup>. Toutefois, à partir du milieu des années 90, les cours des actions aux États-Unis, même compte tenu de la baisse cyclique des bénéfices en 2000, sont montés en flèche par rapport au PIB et aux bénéfices des entreprises. Une partie de cette augmentation tenait à l'idée que les États-Unis étaient entrés dans une ère de croissance économique plus forte sous l'impulsion de la technologie. Comme le montre la figure 3, la croissance économique a certes fait un bond par rapport à celle, plus lente, constatée depuis les premières années 70, mais celui-ci n'était pas suffisant pour expliquer l'«exubérance irrationnelle» des prévisions des marchés financiers, et il n'était pas non plus particulièrement élevé dans le contexte d'une croissance sur le long terme. De surcroît, comme le prévoit la théorie de la croissance et comme le montre la figure 4, les parts dans le PIB ont très peu varié dans le temps.

Figure 3

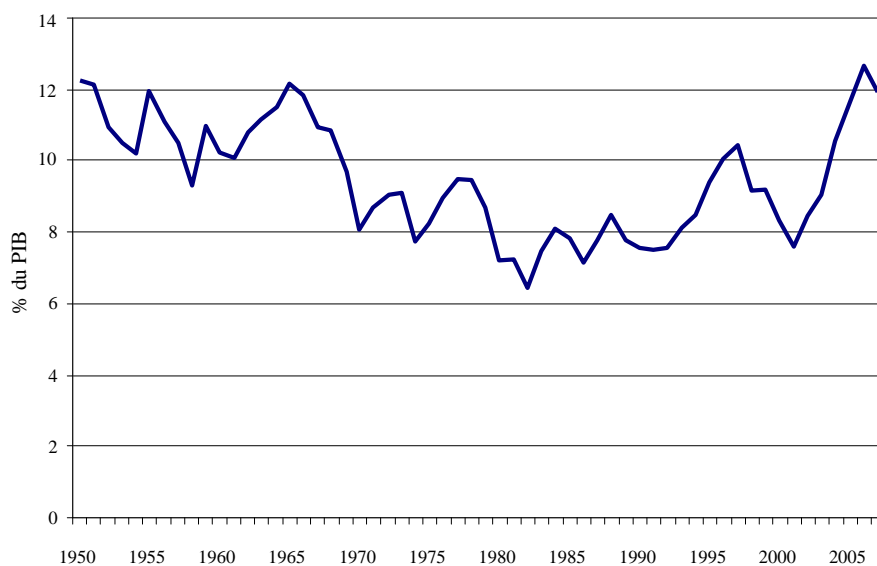
### Progression du prix des actions par rapport au produit intérieur brut



Source: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts Standard and Poor's data.

<sup>†</sup> Comme les rendements des investissements réalisés par les États-Unis à l'étranger sont plus élevés que ceux des investissements réalisés par l'étranger aux États-Unis, une part croissante des bénéfices provenant des investissements à l'étranger peut gonfler les bénéfices et faire monter les cours, mais cette tendance n'a pas été suffisante pour expliquer l'envolée des cours après 1995.

Figure 4  
Part des bénéfices dans le produit intérieur

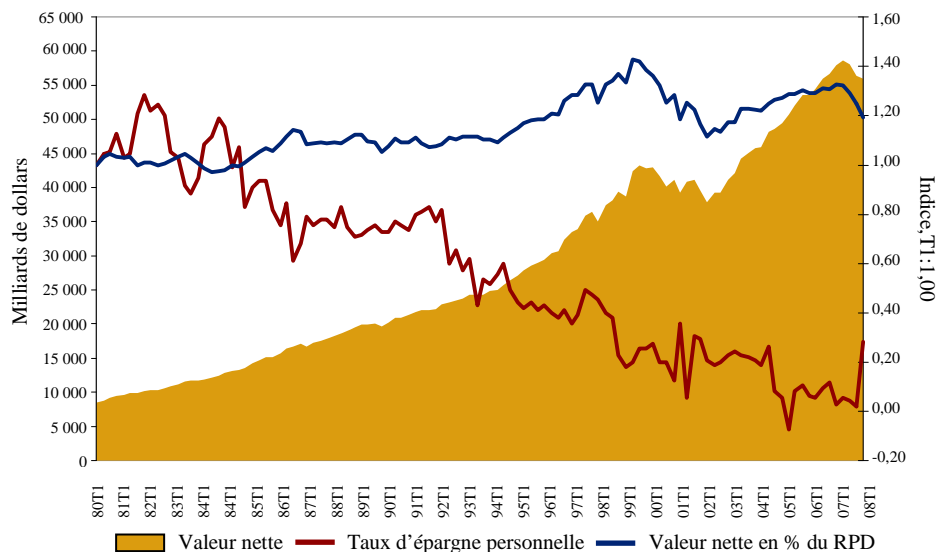


Source: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts data.

7. La figure 5 établit une comparaison entre la part de l'augmentation de la valeur nette du patrimoine des ménages (épargne) due aux économies provenant du revenu courant et les plus-values générées par leur logement ou leurs investissements. Entre 2000 et 2007, la valeur nette du patrimoine des ménages est passée de 42 000 à 62 600 milliards de dollars<sup>‡</sup>. De ce fait, les ménages ne voyaient pas vraiment la nécessité d'économiser sur leur revenu courant et le taux d'épargne personnelle est tombé de 2,3 à 0,6 %. Il n'était guère nécessaire, semblait-il, que les ménages s'inquiètent de l'avenir étant donné que l'«épargne» constituée par l'appréciation de leur portefeuille compensait plus que largement la diminution de leurs économies sur leur revenu courant, et le rapport entre la valeur nette de leur patrimoine et le revenu disponible était en fait en augmentation. Ces tendances qui ne pouvaient se perpétuer, étant donné qu'elles s'appuyaient sur la progression qui ne pouvait durer du prix des logements et du cours des actions, avaient non seulement des répercussions importantes concernant la constitution de montants adéquats pour la retraite des ménages, mais également des répercussions importantes sur le plan macroéconomique pour les États-Unis et l'ensemble du monde, répercussions qui résulteraient d'une augmentation de l'épargne prélevée sur le revenu courant aux États-Unis et de la diminution correspondante des 70 % du PIB des États-Unis au titre des dépenses de consommation.

<sup>‡</sup> Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, données sur les opérations financières: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>.

Figure 5  
Actifs et épargne des ménages

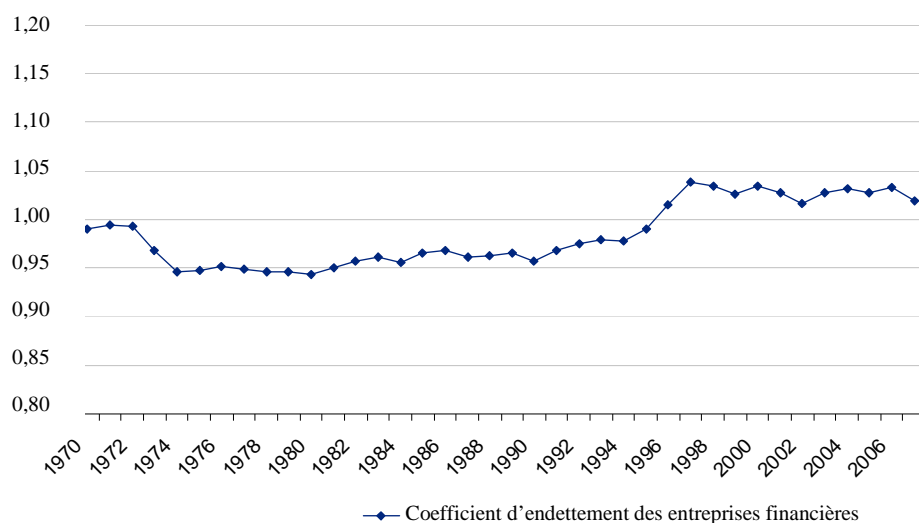


Source: Bureau of Economic Analysis National Income and Products Accounts data and Federal Reserve Flow of Funds data.

8. Ces chiffres, qui ont tous été calculés à partir de données disponibles, montrent de façon éclatante jusqu'à quel point les prix pratiqués sur les marchés immobilier et boursier étaient «désalignés» et jusqu'à quel point le taux de l'épargne des ménages provenant de leurs revenus courants ne pouvait être maintenu. Malheureusement, ces graphiques et les ratios qu'ils font apparaître n'ont pas été établis ou mis en évidence par le Bureau of Economic Analysis (BEA), qui produit les données relatives au PIB, aux revenus personnels et aux bénéfices aux États-Unis, ni par le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, qui établit l'état de la situation financière du pays et le compte de patrimoine des ménages aux États-Unis, dans le système statistique décentralisé de ce pays. Dans un article récent, Parker et Palumbo, qui ont étudié les résultats qu'aurait donnés un ensemble intégré de comptes dans la crise actuelle, ont constaté que les «faits» liés aux prix de l'immobilier, à l'effet de levier des ménages et à l'épargne auraient alors été mis en lumière.

9. Il existait simplement une lacune dans les données macroéconomiques pour mettre en garde contre la crise qui menaçait les marchés du crédit. Les données disponibles utilisées dans la figure 6 concernant l'effet de levier dans le secteur financier ne font apparaître qu'un coefficient d'endettement légèrement supérieur à la moyenne (1,03) à partir des dernières années 90, par rapport au coefficient moyen de 0,9 pour les deux décennies précédentes, ce qui montre que les données des États-Unis ne sont pas assez détaillées pour isoler l'accroissement spectaculaire de l'effet de levier dans les banques de crédit hypothécaire et autres établissements financiers, ainsi que dans les entités ad hoc, effet qui était occulté par une diminution de l'endettement dans d'autres établissements financiers.

Figure 6  
**Endettement du secteur des entreprises financières**



Source: Bureau of Economic Analysis/FRB (Federal Reserve Board) integrated United States macroeconomic accounts.

10. Ce qui a également manqué, parce que les données n'étaient pas suffisamment désagrégées, c'était des informations détaillées sur les échéances afin de mettre en lumière le manque d'alignement entre les actifs et les passifs, et des informations détaillées par type d'instruments, par exemple la proportion des ventes d'obligations internationales correspondant à des prêts hypothécaires à risque.

11. Enfin, les données ont manqué concernant la propriété de ces prêts hypothécaires à risque. Au printemps de 2008, alors que les marchés financiers des États-Unis connaissaient de grosses difficultés, l'Europe les a considérées comme des problèmes uniquement américains. De meilleures données sur la propriété de ces actifs auraient peut-être facilité l'adoption plus rapide et mieux coordonnée d'une politique macroéconomique internationale pour faire face à la récession internationale qui se profilait.

## Bibliographie

Pollock, Alex J., 2009 «Did They Really Believe Housing Prices Could Not Go Down?» *The Journal of the American Enterprise Institute*. Retrieved on July 7th, 2009 from <http://www.american.com/archive/2009/april-2009/did-they-really-believe-house-prices-could-not-go-down>.

Palumbo, Michael G., et Jonathan A. Parker. 2009. «The Integrated Financial and Real System of National Accounts for the United States: Does It Presage the Financial Crisis?» *American Economic Review*, 99(2): 80-86.