

**Intervention à Lyon**  
**Institut pour le développement**  
**économique et social (Idies)**  
**12 novembre 2009**

***L'information économique et statistique***  
***au cœur de la crise***

La question qui m'est aujourd'hui posée est celle du lien entre l'information économique et statistique et la crise que nous connaissons. Cette crise a-t-elle été aggravée par des défaillances de l'appareil statistique public ? Et si oui, quels remèdes apporter ?

La réponse que je donnerai est la suivante : la crise que nous traversons aujourd'hui résulte à la fois d'une défaillance de jugement économique et d'un manque d'informations pertinentes sur la sphère financière.

À l'origine de cette crise, il y a, certes, un manque d'informations. Mais pas un manque relevant de la statistique publique, au sens de l'Insee. Ce qui a manqué, c'est une information de gestion pertinente. Celle dont les régulateurs financiers ont besoin pour évaluer correctement les risques pris par les banques et les opérateurs financiers.

Ce qui a cruellement manqué, en particulier, ce sont les informations portant sur les opérations financières hors-bilan. Les opérations qui ont permis à certains organismes financiers de contourner la réglementation et les ratios prudentiels. En particulier, dans le monde anglo-saxon.

Il y a, à l'évidence, un gros travail à faire pour remettre à niveau la régulation financière et le système d'information sur lequel elle peut s'appuyer.

J'ai évoqué le mot de crise du jugement économique pour mettre en évidence le fait que, dans sa très grande majorité, la profession des

économistes n'a pas fait une bonne utilisation des indicateurs existants.

Il y avait, rétrospectivement, des signaux d'alerte qui ont été négligés. Et qui suggéraient pourtant des risques de crise.

Pour diagnostiquer la situation du secteur financier, on s'est trop contentés d'indicateurs internes à la sphère financière. Au détriment d'indicateurs reliant la sphère financière à la sphère réelle. Indicateurs qui, pris au sérieux, révélaient un risque de déconnexion entre ces deux sphères.

Il me semble, par ailleurs, que la statistique publique a beaucoup investi au cours des années récentes pour mieux appréhender les risques de retournement conjoncturel et que l'information statistique produite constitue un bon compromis entre célérité dans la publication et robustesse de l'information produite.

## **I. Une statistique publique en progrès**

La statistique publique a fait des progrès dans l'élaboration d'informations permettant de mieux prévoir les risques de retournement conjoncturel. Un retournement économique est un phénomène non-linéaire, on passe rapidement d'un extrême à l'autre : du pic du cycle au creux de la récession.

Les conjoncturistes, en particulier ceux de l'Insee, ont développé au cours des années récentes des indicateurs très pointus pour déceler ces retournements de conjoncture. Ce qui améliore nos capacités de prévision. Mais ces indicateurs nous renseignent sur la probabilité de retournement économique. Pas sur l'ampleur de la récession.

Nous disposons, par ailleurs, de bonnes enquêtes sur les anticipations des industriels. Chacun dit s'il est optimiste ou pessimiste sur l'état de ses débouchés. Une fois combinées, ces réponses individuelles permettent de faire des prévisions de croissance à court terme, raisonnablement précises.

Mais la nature de la question posée : « Êtes-vous pessimiste ou optimiste ? », ne permet pas complètement d'appréhender les fluctuations économiques exceptionnelles. Si tout le monde est pessimiste, on sait dire que les choses vont très mal, mais pas nécessairement qu'une crise majeure à l'échelle du siècle est en route.

Nos enquêtes sont construites pour appréhender le plus finement possible les fluctuations conjoncturelles normales. Pas pour appréhender dans toute leur ampleur les crises historiques. Nous n'avons pas suffisamment d'observations pour cela.

Je vous ai parlé jusqu'ici de notre appareil d'enquêtes conjoncturelles qui sont des instruments de prévision à court terme. Les statistiques, elles, cherchent à capturer le passé récent. Elles sont par nature rétrospectives. Elles peuvent aider à mieux comprendre ce qui vient de survenir. Ce qui est important pour l'avenir.

Ayant bien quantifié les évolutions récentes, on peut plus facilement se prononcer sur la trajectoire future de l'économie. Si l'économie se trouve, par exemple, dans une situation où la demande globale de biens et services est très inférieure à l'offre productive, on peut conclure, le plus souvent, que la reprise sera forte.

Un appareil statistique de qualité est également nécessaire pour apprécier les coûts sociaux de la crise : l'ampleur du chômage, du sous-emploi dans ses diverses formes, les retombées diverses en termes de pertes de bien-être et de risque d'exclusion sociale.

Dans ce domaine de la statistique sociale, l'Insee et le service statistique public dans son ensemble ont accompli des efforts considérables au cours des années récentes. Nous sommes donc mieux armés pour piloter les politiques sociales, dans le long terme, tout autant qu'en période de crise.

## **II. Une lecture insuffisamment attentive des signaux de crise**

L'analyse que je vais développer relève de la macro-économie financière. L'interface entre la macroéconomie et la finance.

L'histoire économique nous enseigne que les épisodes où la sphère financière est déconnectée de la sphère réelle sont très dangereux. En particulier lorsque cette période de lévitation se prolonge.

Dans ces périodes, le coût du capital est perçu comme très faible par les agents économiques et financiers. Et la prise de risques est extrême. Des secteurs comme l'immobilier et la Bourse acquièrent une dynamique autonome, déconnectée des fondamentaux, déconnectée de la sphère réelle (i.e. de la production).

Il est donc impératif de disposer d'indicateurs permettant de jauger la surextension des marchés financiers.

Il y a des cas où l'on peut « facilement » diagnostiquer le risque d'une crise financière. En particulier lorsque par ailleurs la sphère réelle, le marché des biens et services, est elle-même en surchauffe.



En 2006-2007, ce n'était pas le cas, la sphère réelle était particulièrement stable : pas d'inflation et une croissance économique régulière. Et cela, en gros, depuis 20 ans. Cette période était même appelée par les économistes : la « grande modération » !

Puisqu'on ne décelait aucun risque de crise du côté de la sphère réelle, il fallait donc investiguer la sphère financière : ce que les économistes ont fait au cours des années 2006-2007. Sans véritablement conclure.

Ils ont vérifié notamment la solvabilité des acteurs économiques, c'est-à-dire le risque de surendettement. De cet examen, ils ont conclu que les acteurs économiques étaient solvables.

Les ménages étaient certes endettés mais ils avaient en contrepartie un patrimoine immobilier de grande valeur. Les entreprises avaient souvent une forte dette mais leurs fonds propres, tels que mesurés par leur capitalisation boursière, étaient élevés ! Tout au moins, en apparence ...

Il y avait bien sûr une inquiétude sur les marchés immobiliers subprime. Mais c'était un segment de petite taille. A lui seul, il ne constituait pas une source d'inquiétude systémique. De manière générale, le problème, c'est que l'on comparait entre elles des valorisations financières qui étaient toutes inflatées.

Ceux qui étaient les plus circonspects ont pour leur part exploré également des indicateurs mixtes : sphère réelle/sphère financière.

Ils avaient bien en tête que le problème posé par les indicateurs strictement financiers, c'est qu'en période d' « exubérance irrationnelle », les dettes et les actifs augmentent de conserve. Ils gardent peut-être entre eux un rapport stable, mais au risque d'une déconnection avec la sphère réelle. La sphère de la production.

Dans un tel contexte, il faut donc privilégier des indicateurs mixtes : sphère financière/sphère réelle.

Je voudrais vous donner deux exemples d'indicateurs mixtes concernant l'immobilier d'une part et la Bourse d'autre part.

Le meilleur indicateur de « surextension immobilière » est, de mon point de vue, le ratio : prix du logement/loyer. Si le prix des maisons augmente pour des raisons physiques, par exemple la rareté des terrains à bâtir, alors les loyers et les prix de l'immobilier augmenteront de concert. Le ratio ne changera pas. Il n'y a pas de complication financière en vue.

Si, en revanche, le prix du logement augmente beaucoup plus vite que les loyers, alors il y a risque de déséquilibre financier. Et, ce ratio prix du logement sur loyer avait beaucoup augmenté dans les années précédant la crise.

Ce type d'indicateurs a été publié à intervalles réguliers par certaines institutions publiques. Mais il n'a pas vraiment capté l'attention des décideurs privés, qui ont souvent fonctionné à partir d'une logique purement financière.

Un autre exemple d'indicateur mixte sphère financière/sphère réelle, c'est le Q de Tobin : le ratio entre la valeur boursière des entreprises et la valeur de leur capital physique au coût de remplacement.

En gros, plus la valeur boursière de l'entreprise s'élève au-dessus de sa valeur physique, plus les marchés anticipent une forte croissance des bénéfices. Une croissance éventuellement irréaliste. Ce type de ratios peut aider à appréhender d'éventuelles complications financières.

Autre exemple de ratio qui est fréquemment regardé par les marchés, le ratio cours de bourse/profit. Ici, on observe bien un indicateur mixte. Le problème vient de ce que les profits sont très cycliques. Il faut donc expurger les profits, au numérateur de leur composante cyclique, ce qui n'est pas toujours facile.

Pour résumer mon propos, il me semble que la description statistique de la sphère réelle est de bonne qualité en France, comme d'ailleurs dans de nombreux pays. Des progrès continuent à être accomplis, ce dont on peut se féliciter.

Là où il va falloir beaucoup travailler, c'est sur la statistique financière. Il faudra aussi mieux utiliser et mieux valoriser ces indicateurs à la charnière des sphères réelles et financières, que j'ai longuement évoquées. Je ne prétends pas, bien sûr, qu'avec un usage raisonné des meilleurs indicateurs, on aurait évité la crise financière. Mais, ils auraient pu contribuer à améliorer le diagnostic.