

8. Risque financier : y-a-t-il un risque de bulle aux États-Unis ?

La crise financière de 2007 a débuté par un ajustement sur le marché immobilier américain qui s'est ensuite propagé à l'ensemble des marchés financiers et à la sphère réelle²⁰. La correction des prix immobiliers a débuté au début de l'année 2006 occasionnant des pertes de valeurs sur l'ensemble des actifs financiers adossés à ces prêts immobiliers. La crise a éclaté pendant l'été 2007 lorsque les acteurs de marché aux États-Unis mais aussi dans l'ensemble des pays développés ont réalisé qu'ils avaient nourri une bulle financière globale et que les pertes à venir fragiliseraient l'ensemble du système bancaire et financier. La prise de conscience de cet écheveau financier s'est alors traduite par un effondrement d'un ensemble de prix d'actifs à l'échelle mondiale et notamment par un krach boursier (graphique 36).

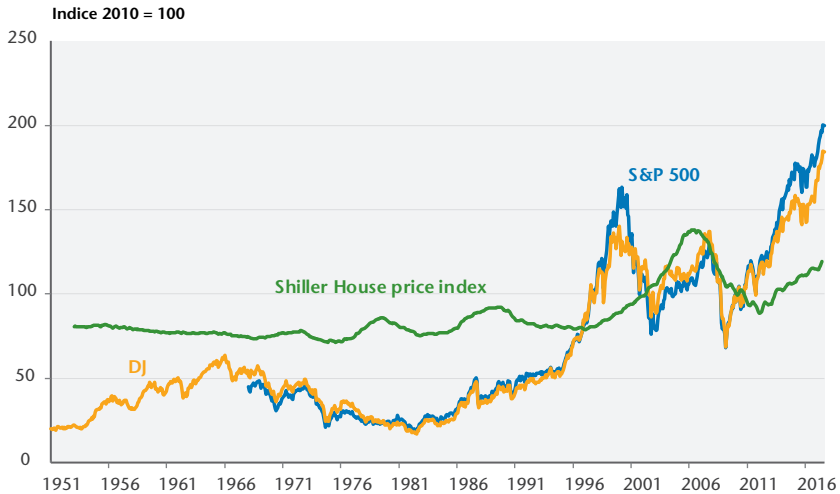
Après une phase de correction des prix qui a duré 16 mois pour les cours boursiers et 69 mois sur le marché immobilier, les prix sont repartis à la hausse. Depuis le creux de février 2012, le prix des biens immobiliers aux États-Unis a progressé de 34 % mais il se situe toujours sous le pic de 2006. Par contre, du côté de la bourse, on assiste à une envolée des prix depuis février 2009 qui ne s'est que légèrement interrompue en 2015. Ainsi, en août 2017, l'indice du S&P500 dépasse le pic atteint pendant l'été 2007 de 53,6 %. Au regard de la dynamique passée du prix des actions, ce cycle de hausse soulève forcément des interrogations. Le marché boursier américain est-il à nouveau entré dans une phase de bulle, dont la correction pourrait alimenter un nouveau krach et une crise financière ?

Le rôle de la politique monétaire revient régulièrement dans le débat médiatique comme le rappelaient Blot, Hubert et Labondance

20. Voir Blot et Timbeau (2009).

(2015). De fait, la politique d'achat de titres dans le cadre du *Quantitative Easing* (QE) mise en œuvre par la Réserve fédérale – et les autres banques centrales – aurait alimenté la liquidité et poussé les investisseurs à acquérir d'autres classes d'actifs et notamment des actifs boursiers. Cette réallocation des portefeuilles d'actifs est effectivement un canal de transmission des mesures non-conventionnelles. L'analyse menée par Rogers *et al.* (2014) sur les opérations effectuées par quatre banques centrales – la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la BCE et la Banque du Japon – confirme l'effet des annonces de QE sur les prix de nombreux actifs et notamment sur les cours boursiers. La question est donc plutôt de savoir dans quelle mesure l'augmentation des prix d'actif aux États-Unis est ou non excessive au regard des fondamentaux.

Graphique 36. Dynamique des prix d'actifs aux États-Unis



Note : les prix sont déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Source : Thompson Reuters Eikon, Robert Shiller (pour les prix immobiliers).

La détermination des bulles financières reste cependant délicate empiriquement. De fait, la valeur fondamentale et la composante bulle des actifs financiers ne sont pas observables. En outre, il n'existe pas de consensus sur le modèle théorique de détermination du prix des actifs. Blot, Hubert et Labondance (2017) proposent une stratégie empirique pour déterminer un indicateur de bulles sur les prix d'actifs qui s'appuie sur une démarche agnostique. La bulle est alors identifiée comme la composante principale de trois

différents modèles empiriques d'estimation des bulles. Ces trois modèles correspondent à (a) une approche orientée sur les fondamentaux, où la valeur fondamentale d'un actif est la valeur actualisée des flux de revenus futurs, (b) une approche plutôt économétrique, où la valeur fondamentale est la meilleure prévision du prix étant donné un ensemble d'informations, et (c) une approche dite statistique selon laquelle une bulle est une déviation significative – dépassant un certain seuil – à une tendance identifiée par un filtre statistique.

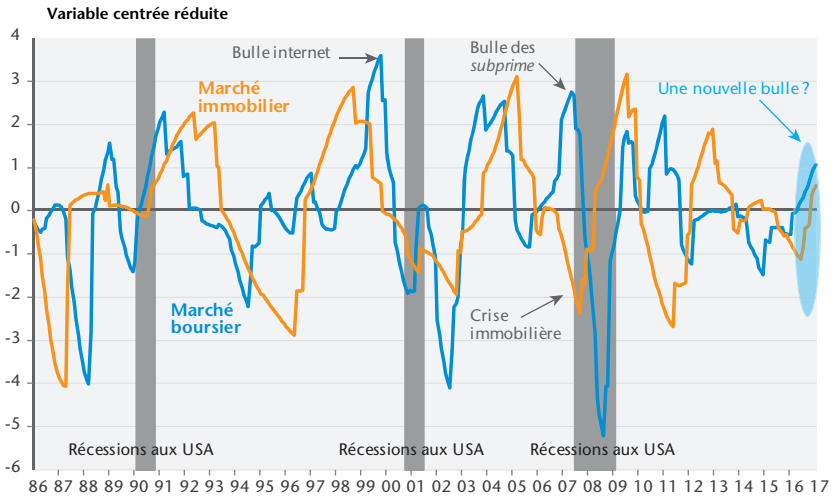
Dans le cas américain, l'estimation des indicateurs de bulle appliquée aux marchés boursiers – l'indicateur S&P 500 et immobilier – à partir des données de prix de Shiller²¹ – entre janvier 1986 et juin 2017 – montre que la composante bulle sur ces deux marchés est positive en fin de période, ce qui indique une surévaluation potentielle des cours boursiers et dans une moindre mesure des prix immobiliers (graphique 37). Les pics atteints par ces indicateurs suggèrent cependant que la taille de la bulle est moins importante que lors des précédents pics. Sur le marché boursier, la bulle semblait bien plus importante en 2007 et plus encore en 2000 alors même que le prix des actions est aujourd'hui bien plus élevé. De plus, l'indicateur signale une bulle positive pour le prix des actions en 2011 qui se serait ensuite dégonflée sans pour autant se traduire par un krach.

Cette analyse permet donc bien d'identifier un risque potentiel de bulle sur le marché boursier, et dans une moindre mesure sur le marché immobilier, ce qui confirme l'idée selon laquelle la valorisation actuelle des actions est en partie excessive. Pour autant, la correction des bulles n'est pas toujours associée à une crise financière et à une récession économique. De fait, l'indicateur calculé ici rend compte de différents épisodes de bulles dont « l'éclatement » n'aurait pas eu de répercussions financières comme pour la bulle sur le marché des actions identifiée de fin 2010 à juin 2011 ou en 2004 et 2005.

À partir d'une analyse des bulles sur longue période, Jorda, Schularick et Taylor (2015) mettent cependant en avant l'importance de la nature du financement des bulles pour distinguer celle

21. Voir <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> pour plus détails.

Graphique 37. Indicateurs de bulles aux États-Unis



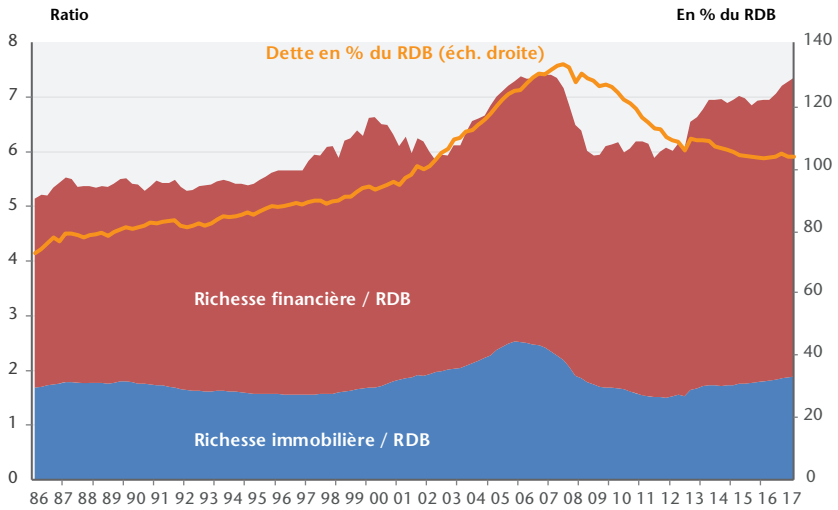
Note : L'indicateur de bulles est déterminé à partir d'une analyse en composante principale qui s'appuie sur différentes méthodes d'identification des bulles utilisées dans la littérature empirique. Les données sont ici centrées réduites et une valeur positive indique une bulle soit sur le marché boursier, soit sur le marché immobilier. Voir Blot, Hubert et Labondance (2017) pour plus de détails sur la méthode.

Source : Calculs OFCE.

dont l'éclatement aurait des effets récessifs plus importants. Ainsi, lorsque la bulle s'accompagne d'une hausse du crédit, le risque d'un effet négatif sévère serait plus important. En effet, l'éclatement de la bulle se traduit par une chute forte et soudaine du patrimoine alors que la dette contractée par les agents pour acquérir ce patrimoine reste inchangée. La déconnexion entre la valeur du passif et de l'actif peut donc contraindre les agents à ajuster leur comportement d'épargne. L'éclatement de la crise financière en 2007 aux États-Unis correspond bien à une période d'ajustement soudain du patrimoine des ménages – avec une réduction de la richesse de 150 points de revenu disponible brut (RDB) – conjuguée à un fort endettement des ménages (graphique 38). Les ménages ont alors réduit leur endettement qui est passé de 132 % du RDB au début de l'année 2008 à 103 % mi-2017, ce qui correspond au niveau de dette de l'année 2002. Dans le même temps, la valorisation de la richesse a retrouvé un niveau proche de celui de 2007, principalement du fait de la richesse financière. Le risque associé à un ajustement du prix des actions pourrait donc être moins négatif aujourd'hui qu'il ne l'a été en 2007. Il n'en demeure pas moins qu'un nouveau krach financier se traduisant par un ralentissement

de la croissance, même de moindre ampleur, viendrait freiner le processus de réduction des déséquilibres hérités de la crise, notamment en matière d'emploi. Par ailleurs, si la dette des ménages a effectivement diminué, la dette totale des agents non financiers et des administrations publiques a continué de croître (graphique 14).

Graphique 38. Richesse et dette des ménages aux États-Unis



Sources : Réserve fédérale (Flow of Funds).