

# Prix des actifs et politique monétaire

---

André ICARD

Conférence prononcée lors des premières doctoriales  
MACROFI

Poitiers 6 Avril 2006

# Introduction

- Les succès dans la lutte contre l'inflation ont influencé l'interaction entre secteurs réel et financier.
- La crédibilité acquise par les banques centrales peut conduire à une sous-estimation des risques encourus
- Les prix des actifs influencent fortement les comportements des agents économiques et sont porteurs d'une information précieuse

# Introduction (suite)

- Les banques centrales s'intéressent traditionnellement aux prix de certains actifs:- Avoirs en monnaies étrangères
  - Prix des titres à revenus fixes
- Question pour les actifs boursiers et l'immobilier
- 4 parties: - Prix des actifs et objectifs monétaires
  - Prix des actifs: une réalité que les banques centrales ne sauraient ignorer
  - Peut-on et faut-il lutter contre les bulles spéculatives?
  - Quel dispositif faut-il mettre en place?

# I / Prix des actifs et objectifs monétaires

- Aucune banque centrale ne retient les cours boursiers ou les prix immobiliers comme objectif final de politique monétaire.
- Difficultés pour déterminer un prix d'équilibre.
- Les prix des actifs évoluent de manière spécifique:
  - Tendance naturelle à la hausse sur le long terme
  - Instabilité
- Risques de hasard de moralité

# I/ Prix des actifs et objectifs monétaires (suite)

- Risques de conflits d'objectifs
- Canaux de transmission incertains
- Deux exemples atypiques d'intervention sur le marché boursier:- Hong Kong 1998  
-Japon 2002/ 2004
- Conclusion: Les prix des actifs ne peuvent servir d'objectif final de la politique monétaire.

## II/ Prix des actifs: une réalité que les banques centrales ne sauraient ignorer

- Les liens entre politique monétaire et marchés sont devenus plus étroits
- Les banques centrales surveillent de plus près la stabilité financière
- Prix des actifs et stabilité macroéconomique:
  - Effet de richesse
  - Accélérateur financier
  - Canal du capital bancaire

## II/ Prix des actifs: une réalité que les banques centrales ne sauraient ignorer (suite)

- Les prix des actifs sont porteurs d'une information importante pour les banques centrales:
  - Contenu en information des courbes de taux
  - Les prix boursiers et immobiliers influencent l'inflation (mais effet inégal selon les pays)
  - Les cours boursiers reflètent les attentes en matière d'activité économique

## II/ Prix des actifs: une réalité que les banques centrales ne sauraient ignorer suite)

- Prix des actifs et situation macro-prudentielle:
  - Prix des actifs et solvabilité des banques
  - Mieux connaître les interactions entre sphères réelle et financière
  - Ajuster politiques monétaire et prudentielle en fonction de la position dans le cycle
  - Nécessité d'une coopération renforcée avec les autorités prudentielles.

# III/ Peut-on et faut-il lutter contre les bulles spéculatives?

- Ce thème divise la communauté des banques centrales.
- Les lignes de fracture correspondent à celles relatives à la conception de la politique monétaire.
- L'attitude pragmatique de la BCE sur le sujet est critiquée par la FED, au même titre que la stratégie du double pilier
- La prise en compte du prix des actifs et des bulles spéculatives dans les régimes d'objectif d'inflation est difficile conceptuellement, mais une évolution est perceptible.

# III/ Peut-on et faut-il lutter contre les bulles spéculatives? (suite)

- Les arguments de **la FED** s'articulent autour de trois conditions extrêmement contraignantes:
- 1°) La banque centrale doit être capable d'identifier la bulle avec certitude et dans des délais adéquats. *la Fed prétend que c'est impossible avant l'éclatement, cette opinion est contestée*
- 2°) *Il doit exister une forte probabilité qu'une politique plus restrictive jugulera l'activité spéculative. La thèse contraire retient que l'action par les taux est toujours incertaine et qu'une action précoce sera plus efficace qu'une action tardive.*
- L'amélioration à attendre en termes de gains économiques futurs doit être au moins égale à la perte de croissance immédiate. *Impossible à prouver ex-ante; non prise en compte des effets d'une déstabilisation du système financier.*
- Propose de ne pas agir préventivement et d'attendre que la bulle éclate pour agir dans le sens d'un assouplissement. *Politique asymétrique risquant de provoquer un hasard de moralité*

# III/ Peut-on et faut-il lutter contre les bulles spéculatives? (suite)

- **La B.C.E.** adopte une attitude plus pragmatique.
- L'association de prix d'actifs désordonnés et d'un excès de crédits et de liquidités peut signaler une politique monétaire trop expansive.
- Réticence à une action tardive visant à crever la bulle: réaction du marché imprévisible et risque pour la crédibilité de la banque centrale en cas d'échec
- Préférence pour une action préventive
- Peu de risques à agir préventivement: soit confirmation, soit faible coût en cas d'erreur.

# III/ Peut-on et doit-on lutter contre les bulles spéculatives? (suite)

- Difficultés pour intégrer les prix des actifs dans les **schémas monétaires d'objectifs d'inflation**.
- Toutefois, l'horizon temporel pour ces objectifs tend à s'allonger. Dans une perspective de moyen terme, la prise en compte des prix des actifs devient plus facile.
- Concept d'objectifs d'inflation flexibles.
- Prise en compte progressive des questions de stabilité financière dans les schémas en place.
- Exemples d'infléchissement de la politique monétaire pour des raisons liées aux prix de l'immobilier, en Australie et au Royaume Uni.

# III/Peut-on et faut-il lutter contre les bulles spéculatives? (suite)

## **Une conclusion au débat**

Répondre à la question posée revient à se demander si, sur l'ensemble du cycle, l'éclatement d'une bulle spéculative génère une perte de croissance plus grande qu'une action monétaire préventive.

La réponse est en grande partie liée à la solidité du système financier: La perte de croissance sera sans doute plus grande si le système financier est déstabilisé.

## IV/ Quel dispositif mettre en place?

- Éviter le débat sur les bulles et mettre l'accent sur les déséquilibres, en général.
- Intégrer les prix des actifs dans les indices de prix à la consommation, afin d'approcher les prix de la consommation future poserait de nombreux problèmes pour un gain discutable:
  - Nécessiterait une proportion très importante des prix des actifs dans l'indice, revenant à placer ces derniers au rang d'objectif.
  - Mauvaise qualité du proxy « Prix actifs= Inflation future »
  - Stabiliser les prix actuels stabilise les prix futurs
- Nécessité de rendre les prix à la consommation plus pertinents

## IV/ Quel dispositif mettre en place? (suite)

- Suivre en parallèle les prix des actifs et les agrégats de crédit paraît la meilleure voie à suivre.
- Les déséquilibres financiers sont souvent provoqués par des déséquilibres macroéconomiques où la politique monétaire a sa part.
- Les déséquilibres financiers peuvent provenir en période de stabilité des prix.
- Dans de nombreux cas, les banques centrales n'ont pas prêté une attention suffisante aux dérèglements que la politique monétaire pouvait provoquer dans des domaines non couverts par les objectifs (Japon 1980/90 Royaume Uni 1992, Pays asiatiques 1997)

## IV/ Quel dispositif mettre en place? (suite)

- Souvent dans le passé, les problèmes sont venus de la politique de change.
- Le problème ,aujourd'hui est différent:Les changes sont plus flexibles, les prix à la consommation sont stables mais les agrégats de monnaie et de crédit sont fortement expansifs.
- Les prix à la consommation sont tirés à la baisse par la concurrence internationale et les surplus de capacité de production. Les excès de liquidité tendent à se porter vers les actifs: La focalisation sur les seuls prix à la consommation est dangereuse.

## IV Quel dispositif mettre en place? (suite)

- Surveiller le crédit, en même temps que les prix des actifs
- Les déséquilibres financiers trouvent généralement leur source dans un excès de financement.
- Effet prédictif des déséquilibres financiers, par la double approche.
- La surveillance par les agrégats de crédit est meilleure que celle par les agrégats de monnaie.
- Un net regain d'intérêt pour les agrégats de crédit et de financement.
- Choisir les agrégats les plus larges possibles. Une voie de recherche: l'Endettement Intérieur Total.

# Conclusion

- Les prix des actifs ne peuvent servir d'objectif final de politique monétaire.
- Mais les prix des actifs doivent figurer dans la panoplie des variables suivies par les banques centrales.
- Le débat sur les bulles spéculatives est stérile et il est préférable de mettre l'accent sur les déséquilibres financiers, en général.
- Une action pragmatique est souhaitable dans la phase précoce des déséquilibres.
- La surveillance en parallèle des prix des actifs et des agrégats de crédit larges, associée à une coopération accrue entre Autorités monétaires et financières, paraît être la voie la plus appropriée.