



Munich Personal RePEc Archive

Asset prices and the monetary policy strategy of the ECB

Dai, Meixing and Sidiropoulos, Moïse

Université Louis Pasteur (Strasbourg 1) et BETA-Theme, France,
LEAP, Department of Economics, Aristotle University of
Thessaloniki, Thessaloniki, Greece

July 2003

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13833/>
MPRA Paper No. 13833, posted 06 Mar 2009 15:02 UTC

Les prix des actifs et la stratégie de politique monétaire de la BCE

Juillet 2003

Meixing DAI et Moïse SIDIROPOULOS^(*)

Résumé : Dans cet article, nous passons en revue les évolutions récentes des prix des actions et de l'immobilier ainsi que du taux de change de l'euro par rapport au dollar tout en expliquant les facteurs à l'origine de leurs fortes variations et en établissant leurs liens avec le cycle économique (croissance et inflation). Nous proposons ensuite, tout en apportant quelques points de vue qui nous sont propres, une synthèse du débat concernant la prise ou non des prix d'actifs dans la conduite de la politique dans une période caractérisée par une faible inflation et une forte volatilité. Après avoir comparé les stratégies différentes suivies par la Fed et la BCE, nous proposons que la BCE doit réagir plus rapidement en prenant plus en compte les informations données par les évolutions des prix d'actifs.

Mots clés : politique monétaire, prix des actions, prix immobilier, euro, bulle spéculative, stabilité macroéconomique, crise boursière.

JEL Classification : E4, E5

(*) Université Louis Pasteur, Strasbourg et BETA

Coordonnées des auteurs :

Meixing DAI, Université Louis Pasteur, BETA, 61, Avenue de la Forêt Noire – 67085 Strasbourg Cedex, France ; Tel : (33) 03 90 24 20 78; Fax : (33) 03 90 24 20 71, e-mail : dai@cournot.u-strasbg.fr .

Moïse SIDIROPOULOS, Université Louis Pasteur, BETA, 61, avenue de la Forêt Noire – 67085 Strasbourg Cedex – France ; Tel : (33) 03 90 24 20 85; Fax : (+33) 03 90 24 20 71; e-mail: sidiro@cournot.u-strasbg.fr .

Introduction

Les cycles économiques en Europe et aux Etats-Unis durant la période 1990-2003 sont caractérisés par une faible inflation et une volatilité importante des prix des actifs (actions, immobilier, taux de change). Durant une partie de la phase d'expansion (qui débute en 1991 aux Etats-Unis et 1993 en Europe), les économies européennes et américaine ont connu une croissance dépassant le potentiel espéré sur le long terme. L'expansion économique a été particulièrement vigoureuse aux Etats-Unis. Des taux de croissances élevés étant constatés aux Etats-Unis et en Europe en 2000, il survient brutalement une récession aux Etats-Unis et un ralentissement rapide en Europe en 2001. La baisse du marché boursier pourrait être une des causes importantes. Son effet a été accentué, entre autres, par les événements du 11 septembre 2001 et les affaires de scandales comptables et financiers d'Enron et de Worldcom qui se sont révélées en 2002 aux Etats-Unis et la guerre en Irak en 2003. Les effets négatifs résultant de l'éclatement des bulles boursières pourraient avoir un caractère durable car la baisse du prix des actions pourrait ne pas être effacée avant 5 à 10 ans voire encore plus longtemps. On constate par exemple qu'au Japon, les prix des actions se trouvent en 2003 au plus bas niveau historique (son niveau de 1983) 13 ans après l'éclatement de bulles spéculatives boursières et immobilières.

En effet, le cycle du marché boursier actuel est le plus brutal parmi ceux qu'on a connus depuis la crise boursière des années 1929-1930. La situation dans les années 1930 a été caractérisée, outre la crise boursière spectaculaire, par une récession économique profonde, une importante déflation et un système bancaire en crise aiguë. Bien qu'on ne soit pas tout à fait dans la situation des années 1930, il convient cependant de s'interroger sur l'adaptabilité et l'efficacité des politiques macroéconomiques dans le contexte actuel ou les mesures à prendre pour prévenir une telle crise. En particulier, on pourrait penser que la politique monétaire a un rôle important à jouer. Dans la zone euro, la forte variation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar américain et les fortes hausses du prix des logements dans certains pays compliquent néanmoins le travail de la Banque centrale européenne (BCE) dans une période caractérisée par l'éclatement de bulles spéculatives boursières et le ralentissement économique. La politique monétaire actuelle est relativement accommodante tant aux Etats-Unis qu'en Europe, peut-être un peu moins chez cette dernière. Il est intéressant d'examiner, à la lumière des évolutions des prix des actifs, la pertinence de la politique monétaire menée par

la BCE et la conduite de politique monétaire à adopter afin d'éviter de revivre l'expérience japonaise.

Nous présentons d'abord (section 1) les évolutions récentes de plusieurs marchés d'actifs (actions, immobilier et taux de change). Nous mettons un accent particulier sur les évolutions boursières dans les années 1990-2003 qui semblent être un élément majeur pour la compréhension de la crise actuelle avec une comparaison régulière avec le marché américain, étant donné le lien étroit entre les deux marchés. Nous étudions ensuite les interactions entre ces prix d'actifs et les activités économiques ainsi que l'évolution du niveau général des prix (section 2). Enfin, à la lumière du débat sur l'inclusion des prix des actifs dans la stratégie de la politique monétaire des banques centrales et en particulier la réaction des banques centrales en cas de formation de bulles spéculatives majeures (section 3), nous examinons la position de la BCE et sa conduite de politique monétaire dans la crise récente en comparaison avec celle de la Fed (section 4). En guise de conclusion, nous présentons quelques propositions susceptibles d'améliorer la conduite de la politique monétaire de la BCE.

1. Les évolutions récentes des prix d'actifs dans la zone euro

Nous commençons par brosser l'évolution de trois marchés d'actifs : le marché des actions, le marché de changes et le marché immobilier. Puis, nous donnerons quelques éléments explicatifs de leurs évolutions. Nous avons fait le choix de ne pas prendre en compte ici le marché des obligations, car il connaît des mouvements moins spectaculaires dans les périodes récentes.

1.1. L'évolution du marché des actions

Le marché des actions est un marché organisé où les actions des entreprises peuvent être cotées ou échangées quotidiennement. Une des fonctions économiques essentielles de ce marché est de permettre aux entreprises de se financer à un meilleur coût que par le système bancaire.

Dans les économies de la zone euro, les marchés des actions occupent traditionnellement une place moins importante que dans l'économie américaine. Cependant, depuis quelques années, plusieurs indicateurs semblent montrer que le rôle de ces marchés tend à devenir prépondérant aussi dans la zone euro. L'importance globale des marchés financiers se mesure habituellement à travers la capitalisation boursière en pourcentage du PIB nominal. Le

développement des marchés financiers depuis les années 1980 a fait croître très sensiblement la capitalisation boursière un peu partout dans le monde. Au début des années 1980, la capitalisation boursière ne représente que quelques pour cents du PIB de nombreux pays européens. Après la rapide croissance dans les années 1980, ce ratio devient significatif pour les pays de l'Europe continentale qui n'ont pas une culture boursière comme chez les anglo-américains.

Dans la zone euro, la capitalisation boursière est passée de 21% du PIB européen en 1990 à 89% en 2000, avec une envolée à partir de 1995. Dans certains pays, notamment en France, ce ratio dépasse pendant une courte période les 100%. Les hausses les plus spectaculaires de la capitalisation boursière sont constatées en Finlande et en Grèce (voir Tableau 1). Les grands pays comme la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne ont connu aussi une croissance rapide des cours boursiers et donc de la capitalisation boursière. Les introductions boursières se multiplient, en particulier entre 1998 et 2000. Sur cette période faste, les fonds levés par les entreprises sur le marché boursier représentent entre 2 et 5% du PIB de la zone-euro. Les fonds levés (en milliards d'euros) par les entreprises de la zone euro sont 128 en 1998, 202 en 1999, 315 en 2000 représentant respectivement 3,5% 3,7% et 5,7% de la capitalisation boursière de l'année correspondante. On constate par ailleurs que le financement par le marché boursier a connu un coup d'arrêt brutal à partir de 2001.

Tableau 1. Capitalisations boursières des entreprises nationales de la zone euro.
(1995-2002, en milliards €)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
France	373	469	620	839	1493	1541	1326	892
Allemagne	423	529	759	932	1429	1353	1204	659
Italie	172	203	315	485	727	818	592	458
Espagne	138	190	266	343	431	537	526	443
Pays-bas	209	298	432	515	694	682	565	356
Finlande	27	41	67	132	349	313	214	133
Belgique	74	95	127	209	184	194	186	117
Grèce	8	13	21	28	82	115	94	64
Irlande	21	26	44	57	68	87	85	58
Portugal	14	19	36	54	68	65	52	47
Autriche	24	27	34	30	33	32	28	32
Luxembourg	22	26	31	33	36	36	27	24
Total	1505	1936	2752	3657	5594	5773	4899	3283

Source : FIBV, Euronext, Borsa Italia et nos calculs.

Sur le plan théorique, la valeur d'équilibre (ou valeur fondamentale) d'une action correspond à sa valeur actualisée des revenus nets futurs (ou dividendes) anticipés. Le taux d'actualisation (ou d'escompte) est la somme d'un taux sans risque et d'une prime de risque.

Etant donnée l'incertitude des rendements futurs des actions, les investisseurs qui ont une aversion au risque exigent un surplus de rendements par rapport à un actif sans risque, appelé la prime de risque, pour la détention des actions. En raison des fluctuations des cours, il pourrait y avoir un écart important entre le prix d'équilibre et la valeur de marché.

Des chocs sur la demande et l'offre globales de diverses origines (qui affectent directement ou indirectement les profits présents ou futurs) ou des chocs financiers et monétaires peuvent faire dévier la trajectoire de l'économie et du cours boursier de celle convergeant vers l'équilibre. Il y a plusieurs chocs importants de ce type qui se sont produits dans les années 1980-2000. Premièrement, l'évolution de la situation géopolitique, caractérisée par l'affaiblissement du bloc soviétique et la montée en puissance des Etats-Unis, a permis de libérer des ressources pour le développement économique. Deuxièmement, la libéralisation financière qui s'est produit dans les années 1980 a favorisé une allocation plus efficiente des ressources économiques et financières. Troisièmement, la désinflation a permis de réduire le taux d'inflation et la prime de risque et donc le taux d'actualisation des profits futurs. Quatrièmement, la révolution technologique (en particulier le développement des technologies de l'information et de communication) a permis de créer un enthousiasme sans précédent surtout avec l'avènement de l'internet. Enfin, l'évolution démographique est caractérisée par l'arrivée à l'âge mûr des baby-boomers nés après la deuxième guerre mondiale. Ayant une grande capacité d'épargne, ces derniers sont attirés par un marché boursier florissant pour constituer leur épargne de retraite à travers l'investissement boursier ou des fonds de pension investis en actions.

Ces différents facteurs favorables sont à l'origine de la forte hausse des marchés boursiers américains et européens durant la période 1981-2000. Cette tendance à la hausse s'accroît durant les 5 années précédant l'an 2000, avec une très forte accélération de l'automne 1999 à mars 2000, et elle porte notamment sur les actions dites TMT (technologies d'information, médias et télécommunication)¹. Les indices de Nouveaux Marchés (NM) et les indices de valeurs technologiques européens ont été multipliés par 3 à 5 en espace de 6 mois.

Dans une dynamique de hausse cumulative, il est judicieux de savoir quelle partie de la hausse est due à l'amélioration des fondamentaux et quelle partie est due à l'espoir de profits non fondé. Il est cependant impossible d'anticiper les profits futurs des entreprises nouvelles dans un environnement où on connaît des évolutions technologiques sans précédent. La

¹ Le terme « *nouvelle économie* » a été inventé par certains analystes financiers pour justifier un ajustement à la hausse brutal des valorisations sans commune mesure avec les progrès réellement réalisés par les sociétés.

hausse continue du marché boursier conduit les opérateurs à conclure que le marché boursier peut monter sans cesse. D'autant que la hausse boursière alimente la demande globale via un effet de richesse qui se traduit par la hausse des achats des ménages et celle d'investissement des entreprises qui lèvent plus facilement des fonds sur les marchés financiers. Une formation de « bulle spéculative » s'est ainsi produite. Elle semblait être alors fondée sur une base d'anticipations rationnelles, car chaque agent rationnel a intérêt à se trouver sur cette trajectoire au moins tant que la hausse se poursuit et l'effondrement des cours n'est pas certain.

Cette bulle est caractérisée par une hausse très rapide des cours boursiers des valeurs TMT, l'augmentation des volumes de transactions et la forte volatilité, surtout durant la période entre septembre 1999 et mars 2000. En effet, des sociétés technologiques (TMT) sont valorisées à des ratios boursiers extrêmement généreux. Les actions des sociétés technologiques réalisant des profits sont évaluées aisément par le marché à un prix représentant 60 à 70 fois (voire 100 à 200 fois pour les plus petites) les profits espérés basés sur des anticipations les plus optimistes extrapolant à long terme les années fastes de la croissance économique. Certaines nouvelles sociétés sans profits sont évaluées un prix représentant quelques dizaines de fois leur chiffre d'affaires bâti à coup de pertes colossales. Notons qu'il y a eu une baisse de valorisation des sociétés dites traditionnelles entre septembre 1999 et mars 2000, victimes en quelque sorte de la bulle spéculative sur les valeurs technologiques. Des voix s'élèvent en mars 2000 pour parler d'une « surévaluation excessive » des marchés boursiers américains et européens et mettre en garde contre le danger de la spéculation.

L'excès spéculatif des marchés boursiers dans les années 1990 conduit inévitablement à l'autre extrême. La chute sera forte et longue. On pourrait passer d'une bulle spéculative à une implosion ou une bulle spéculative négative (c'est-à-dire la trajectoire du cours boursier mène à une sous-évaluation des actions durable, croissante et persistante).

Beaucoup d'opérateurs croient que la correction des marchés boursiers préparent un autre cycle de hausse des marchés boursiers comme à chaque cycle boursier durant la période 1980-2000. Dans une correction dite « normale », le marché chute fortement mais conserve une part de gains cumulés dans les années passées et il serait judicieux de racheter lorsque le marché a considérablement baissé. Ce n'est pas le cas cette fois-ci. Peu d'intervenants ont pu imaginer l'ampleur de la baisse sur les marchés boursiers depuis le mi-mars 2000. L'indice du Nouveau Marché (NM) français, qui monte de 1500 points en septembre 1999 à près de 7500

points en mars 2000 ne vaut plus que 392 points au plus bas en mars 2003. La Bourse allemande a décidé de fermer le Nueur Markt (le NM allemand) dont l'indice est tombé encore plus bas, passant de plus de 8500 points à 353 points au plus bas en octobre 2002. L'indice pan-européen des grandes valeurs Euro Stoxx 50 passe de plus de 5500 points à 1900 points en mars 2003. Il s'agit des baisses d'une ampleur et d'une durée exceptionnelles qui nous conduisent à comparer la crise boursière actuelle à celle de 1929-32 aux Etats-Unis, ce qui fait naître des craintes d'une récession prolongée ou d'une déflation à la japonaise si ce n'est pas une crise comme celle vécue dans les années 1930.

1.2. L'évolution de la parité euro/dollar

Parmi un ensemble de taux de change, la parité entre l'euro et le dollar américain nous intéresse tout particulièrement. En effet, l'euro se porte comme challenger du dollar en tant que monnaie internationale. Les actifs en dollar constituent une part non négligeable des investissements des institutions financières et des entreprises européennes. Par ailleurs, les banques centrales européennes détiennent encore des réserves importantes en dollars.

L'évolution du taux de change dépend d'un certain nombre de facteurs macroéconomiques tels que la croissance économique, le taux d'intérêt, le taux d'inflation, le commerce extérieur et l'entrée ou la sortie des capitaux, etc.. L'importance des différents facteurs varie dans le temps et dépend du contexte prévalant sur le marché de change.

Outre les facteurs traditionnels, les marchés des actions semblent jouer un rôle important dans les mouvements de la parité euro/dollar depuis l'introduction de l'euro.² Les bonnes performances du marché boursier américain (en particulier le segment des sociétés technologiques) ont attiré un montant important de capitaux européens durant les années 1996-2000. Une majeure partie de ces capitaux est comptabilisée comme des investissements directs. Mais leur forme particulière, fusions et acquisitions des sociétés cotées sur le marché boursier américain, peut permettre de les assimiler à des investissements de portefeuilles. Beaucoup de ces investissements sont réalisés à des cours historiquement élevés et contribuent ainsi à la formation des bulles sur les marchés boursiers américains et européens. Ces mouvements, conjointement avec une économie américaine en forte croissance, soutiennent le cours du dollar d'abord en termes des monnaies européennes nationales et ensuite en termes de l'euro.

La parité euro/dollar influence à son tour l'évolution des marchés boursiers européens et américains par un mécanisme complexe. Une appréciation du dollar favoriserait les entreprises européennes qui deviennent plus compétitives et accroissent leurs performances (en termes de ventes et de marges). Par conséquent, une hausse du dollar est favorable aux actions des entreprises européennes en général et des entreprises exportatrices en particulier. Une dépréciation du dollar aurait des effets inverses.

Les marchés boursiers européens semblent suivre étroitement l'évolution du marché boursier des Etats-Unis dont l'économie est le moteur de croissance économique mondiale. L'introduction de l'euro en janvier 1999 n'a pas modifié cette donne dans la mesure où la zone euro n'a pas trouvé sa propre dynamique de croissance. Elle a eu plutôt tendance à freiner pour des raisons internes lorsque l'économie mondiale se ralentit. Par conséquent, les opérateurs boursiers, ayant essayé de faire évoluer les indices européens de manière autonome, tournent volontiers leurs yeux vers les Etats-Unis. La plupart du temps, les marchés européens suivent en priorité les nouvelles en provenance des Etats-Unis et réagissent (voire sur-réagissent) en fonction des comportements des marchés américaines, ce qui fait que les indices boursiers européens et américains sont fortement corrélés.

Au moment du lancement de l'euro, la plupart des opérateurs ont anticipé son appréciation par rapport au dollar. Malgré cette attente, la nouvelle devise s'est déprécié, de manière quasi continue, en 1999 et 2000. La prévision moyenne fin 1999 a été une appréciation sensible de l'euro par rapport au dollar, de 4% à un horizon de 3 mois, de 11% sur 12 mois et 13% à la fin 2001. En définitive, la parité euro/dollar a terminé l'année 2000 à 0,93 \$, c'est-à-dire quelque 21% au-dessous du niveau de départ deux ans auparavant. La dépréciation par rapport au yen a été aussi très marquée en 1999-2000, totalisant 19%. Pendant un temps, cette dépréciation continue de l'euro fut saluée comme un ajustement cyclique bienvenu donnant un coup de fouet aux exportations et contribuant à la croissance de la zone euro, mais sa persistance commença à alimenter des inquiétudes quant aux perspectives inflationnistes. Dans ce contexte, on a eu tendance à croire que le taux de change s'était déconnecté de ses fondamentaux.

Les mouvements des capitaux qui se portent sur les actions américaines (notamment des valeurs TMT) ont joué un rôle important dans la dépréciation continue de l'euro depuis son lancement ainsi que son redressement ultérieur. En effet, la naissance de l'euro coïncide à une

² Voir, pour un développement détaillé, G. Koenig (2002), « la valeur de l'euro par rapport au dollar et les marchés d'actifs financiers et monétaires », Bulletin n° 7 de l'Observatoire des Politiques Economiques en

période où le marché des actions TMT aux Etats-Unis (Nasdaq) est dans une phase de hausse très puissante susceptible d'attirer des capitaux européens massifs dans les achats des actions et les opérations de fusions et d'acquisitions. Dans ce contexte, il n'est pas étrange que l'euro ait atteint son plus bas niveau en automne 2000 lorsque les actions américaines s'engagent dans une période d'effondrement prolongée. La Fed n'a pas hésité longtemps pour s'engager dans un processus de baisse agressive des taux d'intérêt directs, ce qui crée bien entendu un différentiel des taux d'intérêt de plus en plus favorable à l'euro. Les conditions sont réunies pour une stabilisation de l'euro vis-à-vis du dollar. En revanche, la BCE tarde à réagir et mène une politique de détente des taux d'intérêts peu agressive en raison de son fort attachement à la stabilité des prix qui est justement menacé par la hausse du prix de pétrole et les tensions sur les niveaux de prix liées au passage à l'euro. En juin 2002, une hausse plus soutenue de l'euro vis-à-vis du dollar s'est engagée (on passe de la zone de 0,85 cents, niveau atteint à plusieurs reprises en 2000 et 2001 à 1,19\$ en mai 2003). La baisse de l'euro a été favorable pour les marchés boursiers européens jusqu'en septembre 2000. Sa hausse récente laisse aussi des traces dans les indices boursiers car les opérateurs anticipent les baisses de profits futurs suite à une appréciation de l'euro (moins d'exports, moins de marge de profits).

1.3. Le marché immobilier dans la zone euro

Le marché immobilier comporte plusieurs compartiments : l'immobilier résidentiel, l'immobilier de bureaux, l'immobilier commercial et l'immobilier d'entreprise. L'immobilier résidentiel, contrairement aux autres compartiments, est plus sensible au taux d'intérêt et moins sensible aux activités économiques.

Les évolutions de ces différents marchés sont en général corrélées, mais peuvent connaître des divergences dans certaines circonstances. En fonction des compartiments, les différents déterminants du prix de l'immobilier (inflation, taux d'intérêt, activité économique, cours boursier, etc.) peuvent exercer des effets à des intensités différentes pour une offre du foncier donnée. Etant donné l'importance du logement dans le patrimoine des ménages européens (entre 40 et 60% de leur patrimoine total pour les pays de la zone euro) et le rôle de cet actif dans l'évolution de la consommation, notre attention se porte sur l'évolution du prix dans ce compartiment sans oublier que les autres compartiments jouent un rôle important au niveau des décisions d'investissement et des conditions de financement des entreprises.

Le prix d'équilibre d'un logement, qui est un bien durable, s'analyse de manière similaire à celui d'une action ou d'une obligation de long terme. Les services de consommation qu'il procure constituent les rendements. La valeur de ces services, mesurée par les loyers observés sur le marché de location, varie en fonction de la conjoncture économique, du niveau de rareté de l'offre, du niveau de salaire des résidents, du taux d'intérêt et du cours des actions. L'importance de l'évolution du cours boursier est faible dans la zone euro comparant à celle constatée au Royaume Uni (voir Sutton, rapport BIS, septembre 2002, p. 51). Le cours boursier en hausse peut exercer un effet d'entraînement pour le prix de l'immobilier. Cependant, on constate dans le récent mouvement, les plus fortes hausses du marché immobilier ont été constatées une fois que les investisseurs ont acquis la conviction que le marché boursier va baisser de manière durable. Il semble qu'il y a un effet de substitution entre ces deux marchés qui accélère la tendance haussière dans l'immobilier résidentiel comme on a pu observer dans plusieurs pays de la zone euro ainsi qu'au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Les transactions sur le marché immobilier sont soumises à des taxes et frais importants. Ce marché décentralisé est donc peu liquide et moins propice à la spéculation. Cependant, en dehors de la zone euro, le marché immobilier du Royaume-Uni fonctionne par contre de manière beaucoup plus spéculative. En général, le marché immobilier ne connaît pas d'évolutions aussi violentes ou de volatilités aussi importantes que les marchés boursiers ou de changes dans le court terme. Néanmoins, sur une période de 5 à 10 ans, les variations pourraient être non négligeables voire très importantes.

L'immobilier résidentiel a connu une période faste fin des années 1980 et au début des années 1990. Il s'ensuit une période de baisse relativement longue et prononcée dans plusieurs pays. Tous les pays ne suivent pas le même schéma. Le marché allemand, après avoir atteint son sommet de prix en 1994 en étant stimulé par la réunification, connaît une grande stabilité au cours des dernières années, tandis que les marchés des autres pays ont connu des envolées ou des frémissements importants (voir tableau 2). Les plus fortes hausses ont été constatées en Irlande, en Finlande, au Pays-bas et en Espagne. La France, la Belgique et l'Italie ont connu des hausses honorables ces trois dernières années. Certaines sources évoquent un marché

immobilier dynamique en Grèce et au Portugal, mais nous ne disposons pas de statistiques tangibles³.

Tableau 2. Evolutions du prix des logements anciens dans la zone euro et au Royaume-Uni (1995-2002, base 100 en 1995)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
France	100	97	98	100	105	116	123	137
Allemagne	100	100	97	96	97	99	100	102
Italie	100	97	92	94	99	104	110	118
Espagne	100	102	103	108	120	137	158	186
Pays-bas	100	109	113	126	154	183	192	201
Finlande	100	105	124	137	149	149	150	165
Belgique	100	104	109	114	122	128	133	141
Irlande	100	112	131	161	191	232	242	274
R-U	100	104	113	126	139	147	164	207

Sources : BIS, FNAIM, INE, INS de Belgique, TSB, Sherry FitzGerald, Isole24ore.com, The Economist, Bank of Finland, Bulwin AG, Netherland central bureau of statistics, CEPI, RICS. (Note : Données non disponibles pour Grèce, Autriche, Luxembourg, Portugal. En raison de la diversité dans les logements, certaines données concernant un pays sont parfois contradictoires.)

Il est à noter qu'un indice moyen cache la disparité régionale au sein d'un pays. Lorsqu'on constate une hausse de prix au niveau national de 10%, certains logements dans les zones les plus prisées peuvent connaître des hausses de 25%, tandis que d'autres connaissent une hausse plus faible ou une stabilité de prix. On observe également que les investisseurs anglais et allemands investissent de manière significative dans les pays où le prix immobilier est bas, ce qui permet d'expliquer une grande partie de la forte hausse de prix constatée dans certains pays de la zone euro. On peut interpréter cette tendance par une convergence de prix entre celui de l'Allemagne et ceux des autres pays au prix beaucoup plus faible et par l'impact du marché du Royaume-Uni qui a atteint des niveaux de prix qualifiés de bulles spéculatives par certains observateurs.

1.4. Les facteurs du disfonctionnement des marchés d'actifs

Dans un monde de concurrence parfaite et sans incertitude, le prix des actifs devrait s'approcher de leur niveau d'équilibre (« valeur fondamentale ») qui est déterminé par les facteurs économiques fondamentaux. Dans un tel monde, les investisseurs rationnels ont intérêt à utiliser de manière rationnelle leurs informations pour décider la vente ou l'achat des actifs (actions, devises, logements etc.). En cas d'écart par rapport à l'équilibre, un mécanisme d'arbitrage se met en place et permet au prix de s'aligner à leur valeur fondamentale. Les

³ Les données statistiques ne sont pas toujours disponibles et homogènes. La plupart des pays n'ont pas de statistiques officielles, exceptions faites pour le cas du Pays-Bas, de la Finlande et de la Belgique. Cela prouve

arbitragistes (c'est-à-dire, des professionnels disposant des modèles d'évaluation performants et des informations pertinentes) vendent des actifs surévalués tout en rachetant des actifs sous-évalués. Le comportement irrationnel de certains investisseurs n'empêche pas la réalisation du prix d'équilibre en présence d'un arbitrage efficace. L'activité d'arbitrage se pratique plus couramment et aisément sur les marchés d'actifs liquides où on peut vendre un actif sans l'avoir possédé au préalable.

Les faits relevés précédemment montrent que les marchés ne démontrent pas toujours une efficacité escomptée par les adeptes de l'hypothèse de la rationalité des agents économiques formant des anticipations rationnelles.

Pour les opérateurs d'un marché d'actifs, la difficulté principale est de disposer de toutes les informations nécessaires pour déterminer le juste prix. L'ensemble des informations disponibles pertinentes évolue et a un contour changeant au grès de l'arrivée de nouvelles informations. Le prix d'équilibre n'est pas directement observable du fait de l'incertitude concernant la réalisation d'un certain nombre des variables anticipées suivant l'actif concerné (profits ou dividendes futurs, les taux d'intérêts, la volatilité du marché ou le degré de risque, la croissance économique, etc.).

Etant donnée l'indisponibilité de certaines informations cruciales pour évaluer à chaque instant le prix d'un actif, les opérateurs peuvent adopter de diverses tactiques ou stratégies de comportement pour mieux tirer profit de l'évolution du prix de marché ou encore éviter de subir des pertes. Les agents ont des capacités différentes en manière de collecte et d'interprétation de l'information. Pour survivre sur les marchés, ils adoptent des comportements qui leur conviennent le mieux. Soit ils développent leur propre système d'informations qui les informe de manière plus rapide et plus complète sur les facteurs déterminants des prix des actifs. Soit ils adoptent un comportement de suiveur intelligent en suivant les traces des acteurs les mieux informés. Ce comportement de suiveur, sans se soucier des fondamentaux économiques des prix, se traduit le plus souvent par la détection et l'exploitation des tendances de marchés. L'étendue et la liquidité des actifs homogènes sur les marchés de changes et d'actions permettent un tel comportement. Toutefois, on ne peut pas exclure l'existence d'un comportement similaire dans le marché immobilier où des acheteurs, qui observent le prix montant toujours plus haut, achètent par crainte de payer encore plus cher plus tard.

que les autorités de politique n'accordent pas d'importance à cette variable jusqu'à présent.

Par ailleurs, dans un marché orienté en règle générale par les informations concernant le futur, avec une visibilité limitée, la rationalité des investisseurs ne peut être que limitée. Le jeu d'évaluation des actions peut devenir une sorte de « concours de beauté » comme le décrit J. M. Keynes dans sa Théorie générale. Les investisseurs les plus expérimentés passeraient plus de temps à deviner le prochain changement du sentiment de marché et l'information susceptible de modifier considérablement la psychologie de masse du marché que de lutter contre les forces obscures du temps ou de percer le mystère entourant le futur. Ce type de comportement est encore typique dans certaines périodes sur le marché boursier et le marché de changes, si ce n'est pas toujours le cas.

Sur les marchés de change et d'actions, il existe différents types de comportements qui sont susceptibles de rendre l'évolution des cours exagérée dans un sens ou dans un autre. Du côté de ceux qui croient aux fondamentaux, il peut y avoir un comportement de « sur-réaction ». Lorsqu'une série de bonnes nouvelles arrivent, certains investisseurs deviennent particulièrement optimistes et achètent quel que soit le prix (même très haut). En revanche, ils vendent quel que soit le prix (même très bas) lorsqu'une série de mauvaises nouvelles arrivent. Du côté de ceux qui adoptent un comportement mimétique (*trend trading* ou *feed-back trading*), la technique consiste à identifier les tendances de marchés (à l'aide des outils statistiques ou d'indicateurs techniques concernant les prix, les volumes de transactions, les indices de marché et le sentiment des investisseurs). Ils achètent dans une tendance haussière et vendent dans une tendance baissière.

Sur le marché d'actions, les investissements des fonds indiciels et des fonds spéculatifs ainsi que les méthodes de gestion de risques trop consensuels de la part des fonds d'investissements et des institutions financières (*value-at-risk*) pourront accroître l'instabilité du marché boursier et augmenter l'écart entre le prix de marché et la valeur d'équilibre des actions. Par ailleurs, les assurances de portefeuilles et les transactions automatiques par les ordinateurs (*program trading*) ne font qu'exacerber les perturbations affectant le marché.

La présence d'investisseurs irrationnels (en termes d'utilisation des informations disponibles) pourrait renforcer la probabilité de l'apparition des « bulles spéculatives ». En fait, l'apparition des bulles spéculatives ne nécessite pas une hypothèse d'irrationalité individuelle. Dans un contexte dynamique avec des agents formant des anticipations rationnelles, la trajectoire conduisant à l'équilibre économique risque le plus souvent d'être unique avec un nombre infini d'autres trajectoires qui nous mènent à des destinations s'éloignant de l'équilibre de l'économie où les cours boursiers, le taux de change ou le prix de

l'immobilier reflètent leurs valeurs fondamentales. On a donc plus de chance de se tromper de chemin que de trouver la juste voie. En effet, dans un environnement incertain, il sera très difficile de savoir quel est l'équilibre de l'économie et quelle est la valeur fondamentale exacte d'une action, en raison du niveau incertain des profits futurs, du risque de faillite potentiel ou encore de la variabilité de la prime de risque à appliquer d'autant plus que le taux d'intérêt à retenir pour actualiser varie en fonction de la politique monétaire décidée par la banque centrale.

Les phénomènes de «concours de beauté», de suivisme ou de mimétisme, les comportements irrationnels et la formation de bulles spéculatives rationnelles permettent de démontrer que la convergence des prix d'actifs vers leurs fondamentaux grâce à l'arbitrage n'est pas toujours garantie. Le prix d'équilibre ne deviendrait réalité que si tous les opérateurs ou leur majorité utilisaient le prix d'équilibre comme référence et arbitraient leur investissement en connaissance de cause, en vendant les actifs dont les prix sont supérieurs à leur niveau d'équilibre et en achetant les actifs sous-évalués par le marché. Ils ne devraient pas chercher délibérément à dévier de l'équilibre ou tout simplement négliger les prix d'équilibre. Dans le cas inverse, l'arbitrage basé sur des fondamentaux pourrait devenir une activité très risquée pour les opérateurs qui le pratiquent. Si certains risques sont calculables, d'autres ne le sont pas. Les actifs impliqués dans les opérations d'arbitrage ne sont pas parfaitement substituables. Le risque est de voir le prix d'un actif vendu continuer à progresser et celui d'un actif acheté baisser sous l'impulsion des spéculateurs de tendance. Les opérateurs d'arbitrage sont des acteurs qui a un objectif à remplir sur un horizon donné et leurs fonds dédiés à l'arbitrage sont limités. Ils pourraient ne pas pouvoir lutter contre toutes les inefficiences de marché à court et moyen terme et pourraient parfois être victimes des activités des investisseurs irrationnels ou mal-informés qui créaient par leur achats ou ventes un écart grandissant entre le prix de marché et la valeur fondamentale.

2. Les cycles des prix des actifs et les cycles conjoncturels

Les prix des différents actifs n'ont pas la même sensibilité par rapport au cycle économique. Cela s'explique par le fait que chaque actif joue un rôle différent dans l'économie. En effet, le prix de chaque actif est déterminé sur un marché spécifique suivant des mécanismes différents. Selon les actifs, les effets de variation de prix se transmettent différemment dans l'économie.

2.1. Le comportement des prix d'actifs au cours d'un cycle économique

Le taux de change euro/dollar réagit aux différentiels des taux de croissance, des taux d'inflation, des taux d'intérêt et d'autres variables macroéconomiques entre la zone euro et les Etats-Unis. Les observations des évolutions antérieures ont montré que le dollar reste faible lorsque l'économie américaine est dans une phase de récession et au début d'une phase de reprise. Et il devient fort en phase d'expansion. Ce comportement a été confirmé par la dernière phase d'expansion aux Etats-Unis. Dans cette phase, le commerce extérieur américain connaît un déficit croissant représentant jusqu'à 4 à 5% de son PIB. L'équilibre de la balance de paiements est surtout assuré par les mouvements des capitaux, en particulier les capitaux qui sont investis sur les actions américaines. Le marché haussier des actions américaines et les mouvements des capitaux qui en résultent ont conforté la force du dollar pendant que l'idée de l'euro fort est mise rudement à l'épreuve. Cette faiblesse de l'euro a été profitable à l'économie européenne en termes de croissance, mais gênante en termes d'inflation en raison du renchérissement des produits importés.

Les marchés d'actions et de l'immobilier jouent des rôles non négligeables dans le cycle économique de la zone euro. Les poids des logements et des actions dans le patrimoine des ménages sont différents dans les différents pays de la zone euro. En général, les premiers sont beaucoup plus importants que les seconds⁴. Les actions sont divisibles et sont cotées sur un marché organisé liquide tandis que le marché immobilier est décentralisé et peu liquide (un logement n'est pas divisible pour être vendu par morceaux). Leur prix réagit différemment au cycle économique. Le prix des actions réagit rapidement aux nouvelles informations concernant l'activité économique. En général, la hausse du prix des actions précède le démarrage de l'économie. Il arrive parfois que le prix des actions prenne un certain temps pour refléter la croissance économique en raison de l'incertitude constatée sur les autres variables de l'économie. Ce n'est pas le cas de l'immobilier qui connaît souvent une phase de hausses en fin du cycle économique. On constate que le prix des actions est peu corrélé à l'évolution du taux d'inflation tandis que le prix de l'immobilier est corrélé (bien qu'imparfaitement) à ce dernier⁵.

⁴ Par exemple, les logements représentent respectivement 47%, 43% et 57% du patrimoine des ménages pour l'Allemagne, la France et l'Espagne contre 12%, 24% et 20% respectivement pour les actions (voir la lettre de l'OFCE, n°231).

⁵ Filardo (2000) montre qu'il y a une corrélation de 20 à 35% entre l'inflation du prix des logements et celle du prix à la consommation. Par contre, il n'y a pas de relation cachée entre le prix des actions et le prix des

Le prix des actions réagit de manière rapide aux fluctuations des autres variables économiques (croissance, profits des entreprises, taux d'inflation, taux d'intérêt, taux de change etc.) par des mouvements de hausse ou de baisse. Il doit traduire les différentes influences en termes de l'impact sur la valeur actualisée des profits futurs. Parfois, le marché d'actions se lance dans des réactions épidémiques lorsqu'il craint l'arrivée imminente d'une crise économique. Sa prédiction s'est avéré souvent erronée dans le passé.

Nous analysons ici quelques caractéristiques des cycles des prix d'actifs et de l'activité pendant la dernière décennie. Les Etats-Unis ont connu au cours du dernier cycle économique une expansion économique exceptionnellement longue qui a duré plus de 8 ans. Elle est un peu moins longue en Europe avec un rythme beaucoup moins soutenu. Les marchés d'actions américains et européens ont suivi l'économie réelle en amplifiant les mouvements. L'avertissement en décembre 1996 par le président de la Fed, Alan Greenspan, contre « l'exubérance irrationnelle » des marchés boursiers a été largement médiatisé. Durant cette période, les marchés ont connu deux crises importantes mais rapides lors de la crise asiatique en été 1997 et de la crise russe en été 1998. La crainte d'une récession s'est avéré prématurée. Ces crises ainsi que la crainte des effets du bug de l'an 2000 ont conduit la Fed à adopter une politique monétaire très accommodante qui, au lieu de faire atterrir en douceur l'économie américaine, l'a propulsée sur une trajectoire de croissance insoutenable (dépassant largement le taux de croissance potentiel évalué entre 2,5 et 3%), faisant ainsi oublier son avertissement précédent. Cette forte croissance américaine et la hausse du dollar face aux monnaies européennes ont entraîné l'économie européenne dans une phase d'expansion soutenue. Cela s'est traduit par un co-mouvement croissant entre les marchés boursiers américains et européens, de sorte qu'une grande partie des variations des prix des actions européennes est explicable par celles des actions américaines.

Dans ce contexte, les marchés boursiers ont forgé une image biaisée de la réalité en extrapolant les gains de plus values à l'infini. Les achats d'actions sont motivés par des plus values rapides. Les opérateurs de marché agissent comme si la Fed allait intervenir en cas de fortes baisses de marché. La Fed est en effet perçue comme une autorité agissant de manière accommodante face à l'émergence de la fragilité financière de l'économie. Cela donne une assurance aux marchés contre les pertes importantes et renforce en conséquence les attitudes de prise de risque par le secteur privé (phénomène d'aléa moral). Cette perception entretient

logements. Il faut noter que théoriquement le lien entre le prix des actions et le prix à la consommation est très complexe et le prix des actions réagit à un nombre important de variables. Par conséquent, il est difficile de

les bulles spéculatives et augmente alors la probabilité de corrections majeures ultérieures dans les prix des actions. La thèse de la nouvelle économie a eu pour effet de rendre les opérateurs, surtout ceux qui sont peu expérimentés, aveugles vis-à-vis de la réalité des sociétés dites *dot.com* (des nouvelles sociétés spécialisées dans les technologies liées à l'internet) en particulier et les sociétés de technologie, de média et de télécommunication (TMT) en général.

L'effondrement des indices des marchés boursiers aux Etats-Unis et en Europe (notamment les actions dites TMT) semble précéder la récession aux Etats-Unis en 2001 et le ralentissement économique en Europe depuis. A cet égard, on peut avoir deux interprétations. Soit les marchés ont anticipé la récession et le ralentissement correctement cette fois-ci. Soit l'effondrement des cours boursiers entraîne des effets négatifs sur l'économie et se justifie *a posteriori* à travers un mécanisme d'anticipations auto-réalisatrices.

Les prix d'actifs (actions, taux de change et logements) peuvent connaître des mouvements très importants et occasionner des créations et de destructions de richesse importante en termes du PIB. Les observations empiriques et les analyses économiques montrent que les prix des actifs et les autres variables macroéconomiques sont étroitement liés et les évolutions irrégulières des prix d'actifs peuvent avoir des impacts sur l'économie réelle et l'inflation à travers des mécanismes complexes.

2. 2. *Les effets de variation des prix des actions et des logements sur la consommation*

Bien que le prix de l'immobilier réagisse lentement au cycle de croissance, son effet sur l'économie a quelques similitudes avec celui du prix des actions. En effet, les actions et les logements font partie du patrimoine des ménages. La hausse ou la baisse de leur prix peut influencer via un effet de richesse la consommation et l'épargne des ménages, déterminées sur la base d'un modèle de cycle de vie. Le lissage de la consommation sur le cycle de vie implique qu'une hausse de la richesse financière ou réelle induit celle des consommations présentes et futures, ce qui stimule la demande agrégée de l'économie. Dans le court terme, l'effet d'une variation des prix d'actifs sur la consommation dépend du comportement des ménages vis-à-vis des actifs et de la variation de leur prix. D'abord, la variation des prix d'actifs peut être considérée comme incertaine ou temporaire⁶. Ensuite, l'accumulation des actifs peut être considérée comme une fin en soi. Enfin, les ménages peuvent avoir des motifs

déceler sa relation avec l'inflation du prix à la consommation.

de léguer un patrimoine aux descendants. Dans ces trois scénarios, l'effet d'une hausse de prix des actifs sera plutôt faible. Il convient aussi de tenir compte de l'effet de substitution et de l'effet sur la contrainte budgétaire (Ludwig et Slok, 2002). L'effet de substitution se traduit par un renforcement des investissements en actions en cas de hausse du prix de ces dernières au détriment de la consommation présente. Dans le cas des logements, il se traduit par une baisse de la consommation des ménages candidats à l'achat de logements. La hausse du prix des logements se produit souvent conjointement avec la hausse de loyers qui a un effet négatif sur le budget des ménages locataires, obligeant ces derniers à diminuer leurs consommations présente et future.

Etant donné qu'il y a un développement du marché boursier dans la zone euro moins important qu'aux Etats-Unis, cet effet de richesse direct y serait plus faible. Néanmoins, lorsque le marché boursier connaît des hausses et des baisses de grande ampleur, cet effet n'est pas négligeable selon les prédictions du modèle de cycle de vie, surtout après les hausses du ratio de la capitalisation boursière sur le PIB dans les années 1990. Les études empiriques (Ludwig et Slok, 2002, Case, Quigly et Shiller 2001) montrent que les variations du prix de logements ont des effets plus importants sur la consommation que le prix des actions dans les pays de la zone euro⁷. Les effets des évolutions contradictoires du prix des actions et du prix de logements ont pu se compenser et se traduisent par une bonne tenue de la consommation dans la zone euro, notamment dans les pays qui ont connu une hausse du prix de logements, malgré une baisse importante du prix des actions. On observe le même phénomène aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

L'effet d'une variation des prix d'actifs sur la consommation passe aussi par la contrainte de liquidité. Une hausse du prix d'actifs augmente la capacité d'emprunt des ménages et permet à ces derniers d'augmenter leur consommation présente. Selon le stade de développement financier d'une économie, cet effet peut être plus ou moins important.

Par ailleurs, le prix des actions peut agir sur la consommation des ménages ne détenant pas d'actions en influençant leur confiance sur l'avenir de l'économie. Cela signifie que dans

⁶ Poterba (2000) avance que les gains réalisés ont des effets plus importants que les gains non réalisés sur la consommation.

⁷ Les tests empiriques donnent des résultats différents selon les méthodologies adoptées. En tenant compte des résultats de différents tests antérieurs, U. Inzerillo et B. Pierluigi ont estimé dans le rapport Euren intitulé « The Economic Outlook in Europe in 2002-2003 » la propension marginale à consommer est de 0,03 pour les actions et 0,04 pour les logements dans la zone euro, contre respectivement 0,04 et 0,07 aux Etats-Unis.

les pays où le développement du marché boursier est faible, les variations du prix des actions peuvent avoir des effets significatifs sur la consommation des ménages.⁸

2. 3. *Les effets de variation des prix des actions sur l'investissement*

La faiblesse de la croissance dans la zone euro et aux Etats-Unis en 2001 et 2002 doit aussi chercher des explications du côté de l'investissement. Ce dernier pourrait être influencé par les mouvements du marché boursier. En effet, les entreprises, lors de la prise de décision d'investissement, prennent en compte un nombre important de facteurs, notamment les coûts d'ajustement du capital existant, le degré d'irréversibilité des investissements, la rentabilité du projet sur le court et le long terme et la contrainte financière. Parmi les différents facteurs déterminants de l'investissement, la confiance et le financement sont directement liés à l'évolution du marché boursier.

L'investissement dans les logements neufs est directement lié au prix des logements. L'investissement des entreprises ne peut être influencé par ce dernier que de manière indirecte via la consommation. Par contre, le prix des actions, comme d'ailleurs le prix de l'immobilier d'entreprise, peut influencer la capacité de financement des entreprises et influence éventuellement l'investissement (effet de bilan). Le financement par le crédit bancaire dépend, en présence d'asymétrie d'information, de la capacité des entreprises en matière d'hypothèques. Les conditions d'emprunts des entreprises peuvent dépendre indirectement du cours boursier même si leurs actions ne sont pas hypothéquées. Le simple fait qu'un titre baisse au-delà d'un certain niveau peut entraîner une dégradation de notation par les agences de notation (*rating*) financière et conduire alors les banques à diminuer leurs crédits vis-à-vis de l'entreprise en question. En effet, la diminution de la capacité à lever des fonds sur le marché augmente le risque de crédit des banques.

Les entreprises cotées ont la possibilité de financer l'investissement par l'émission des actions nouvelles. Le ratio de la valeur du stock du capital sur le coût de remplacement du capital (q de Tobin) devrait théoriquement être égal à unité à l'équilibre⁹. Lorsque ce ratio est supérieur à sa valeur d'équilibre, les entreprises ont intérêt à émettre de nouvelles actions et investissent, jusqu'au moment où ce ratio retourne à sa valeur d'équilibre. Dans les

⁸ Voir W. J. Jansen et N. J. Nahuis (2002), « the stock market and consumer confidence : European Evidence » (manuscrit). Selon ces auteurs, le prix des actions et la confiance des consommateurs sont corrélés dans la plupart des pays de la zone euro. Ceci est dû à la caractéristique de l'indicateur avancé du prix des actions.

mouvements récents de hausse du marché boursier, la facilité de lever des fonds a conduit certaines entreprises à abandonner leur principe de prudence en matière de décision d'investissement dans un premier temps et à diminuer brutalement les investissements lorsqu'il s'avère impossible de lever des fonds sur le marché boursier en forte baisse. La facilité de lever des fonds durant les années 1998-2000 contraste avec la situation actuelle où il est quasiment impossible de financer l'investissement par émission de nouvelles actions. Bien que de nombreuses études empiriques ont montré que l'effet de q de Tobin est relativement faible, les faits observés laissent penser qu'une partie de la baisse d'investissement des entreprises dans la zone euro (comme aux Etats-Unis) s'explique par la chute du prix des actions.

Le prix des actions, en tant qu'indicateur avancé, peut influencer l'investissement des entreprises à travers un effet de confiance comme dans le cas des ménages. Cela signifie que l'investissement des entreprises non cotées peut aussi augmenter ou diminuer en cas de hausse ou de baisse du prix des actions.

2. 4. Les autres effets de variation des prix d'actifs

Les variations des prix d'actifs peuvent avoir des impacts non négligeables sur la finance publique et la capacité du gouvernement à mener une politique contra-cyclique. Les prix d'actifs exercent un effet direct sur les recettes fiscales à travers les impôts sur les plus values et les taxes sur les transactions. Ils exercent aussi des effets indirects sur les recettes fiscales à travers la consommation (TVA), l'investissement (taxes professionnelles) ou les revenus (les impôts sur les revenus car les salaires et profits augmentent lorsque la demande globale est plus importante). Les prix d'actifs peuvent par ailleurs influencer la décision de politique monétaire, donc le taux d'intérêt et influencer le service de la dette publique. En cas de crises majeures sur les marchés d'actifs, un gouvernement peut aussi être amené à recapitaliser certaines banques ou entreprises, ce qui diminue la capacité de dépenses de l'Etat. Eschenbach et Schuknecht (2002), en utilisant des données de 17 pays de l'OCDE, ont montré qu'en moyenne l'impact d'un changement de 10% du prix d'actif sur le budget de l'Etat est équivalent à 1% de variation de l'output. Dans les pays de la zone euro étudiés par ces auteurs, une variation de 10% du prix d'actifs peut entraîner une variation dans le même sens des recettes fiscales représentant sur la période entre 0,1% et 0,7% du PIB.

⁹ Dans l'économie moderne, la valeur d'une entreprise n'est pas nécessairement déterminée uniquement par l'investissement en stock du capital physique, les facteurs humains et organisationnels jouant également un rôle

L'instabilité des prix d'actifs peut entraîner l'instabilité financière et monétaire par l'intermédiaire du système bancaire. Dans un contexte de faible inflation, la pression de demandes excédentaires risque de se manifester d'abord dans les prix d'actifs et dans les agrégats de crédits bancaires (Borio et Lowe, 2002). Le gonflement des prix d'actifs et celui des crédits sont généralement concomitants : La hausse des prix des actifs accroît la valeur des hypothèques (affectant la demande de crédits) et la valeur du portefeuille des actifs détenus en propre par les institutions financières (affectant l'offre de crédits, fonction de fonds propres). Les grands mouvements des prix des actifs peuvent créer des déséquilibres financiers majeurs qui ont des coûts difficilement mesurables mais substantiels pour l'économie.

3. Les fondements théoriques de la prise en compte des prix d'actifs dans la conduite de la politique monétaire

Au cours des vingt dernières années, les banques centrales des pays industrialisés ont réussi à réduire et maîtriser avec succès leur inflation. Elles mènent à l'heure actuelle leurs politiques monétaires dans un environnement caractérisé par un taux d'inflation faible et stable ainsi qu'une forte volatilité des prix des actifs (les prix des actions et de l'immobilier et le taux de change etc.). Dans un tel contexte, il semble prématuré de suggérer que l'inflation ne constitue plus à l'heure actuelle un problème auquel la politique monétaire ne doit pas prêter une grande attention. En outre, cette forte volatilité des prix des actifs financiers, notamment le prix des actions, soulève un certain nombre des questions concernant la conduite appropriée de la politique monétaire. L'exemple japonais montre qu'il est important d'intégrer le prix des actifs dans la décision de politiques monétaires. Plusieurs questions se posent : Faut-il lier la conduite de politique monétaire à l'évolution des prix d'actifs ? Comment prévenir la formation des bulles spéculatives dans les prix des actifs ? Et quelles sont les réponses appropriées à l'éclatement des bulles?

3.1. Les enjeux de politique monétaire dans le contexte de faible inflation

L'importance croissante des actifs détenus par les ménages en termes du PIB semble impliquer des liens de plus en plus étroits entre le prix des actifs et les variables macroéconomiques clefs telles la production et l'inflation dont la stabilisation constitue une

déterminant.

préoccupation permanente des autorités monétaires. Dans plusieurs pays (Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, Pays-Bas, Suède et Finlande), les variations des prix des actifs semblent être corrélées avec l'activité économique. On a pu aussi observer que la baisse brutale des prix d'actifs en Asie et en Amérique Latine ainsi que la déprime des prix des actions et de l'immobilier au Japon a été aussi associée à des faibles performances de l'activité économique.

Etant donné que les évolutions opérées sur les marchés financiers depuis 20 ans rendent la demande de monnaie très instable, peu de banques centrales contrôlent aujourd'hui directement l'offre de monnaie. Les banques centrales s'orientent de plus en plus vers une stratégie de ciblage d'inflation¹⁰ à travers le contrôle des taux d'intérêt directeurs. Cette stratégie est affichée clairement par un certain nombre de banques centrales. Elle consiste à annoncer un objectif d'inflation afin d'ancrer les anticipations inflationnistes des agents économiques et à fixer les taux d'intérêt directeurs en cohérence avec l'objectif d'inflation et en fonction des variables économiques.

Certains économistes (Smets, 1997) avancent que dans la mesure où des désalignements importants et persistants des prix des actifs sont susceptibles de créer une instabilité financière de grande ampleur, la stabilité des prix des actifs peut devenir en soi un objectif important de la politique monétaire. Toutefois, la plupart des économistes admettent que les prix des actifs ne doivent pas devenir un objectif en soi dans la mesure où les banquiers centraux ne sont pas mieux placés que les marchés pour déterminer les prix d'équilibre. Par ailleurs, en intégrant les prix d'actifs parmi les objectifs, on risque de ne plus avoir suffisamment d'instruments de politique pour atteindre les objectifs les plus importants.

Les débats se focalisent alors sur la manière de prise en compte des prix d'actifs dans la conduite de la politique monétaire. Faut-il tout simplement utiliser les prix d'actifs comme indicateurs économiques, les inclure dans la fonction de réaction de la banque centrale ou réagir de manière discrétionnaire (notamment en cas de formation de bulles spéculatives) ?

3.2. Les prix d'actifs comme indicateur économique

Le prix des actions et le taux de change ont tendance à intégrer rapidement toutes les informations pertinentes pour l'évaluation de leur valeur fondamentale. Les utiliser comme indicateurs avancés de la croissance et de l'inflation permet de détecter un certain nombre de chocs plus rapidement qu'en utilisant les services des instituts de statistiques qui ne sauraient

analyser en temps réels les effets de tous les chocs. Leur utilité en tant qu'indicateur avancé dépend toutefois du fonctionnement efficient des marchés respectifs. Des mouvements erratiques du prix des actions ou du taux de change ou la présence d'une bulle spéculative peuvent perturber leur fiabilité en tant qu'indicateurs. Par ailleurs, il est difficile de détecter la présence d'une bulle spéculative dans les mouvements du prix des actions car celle-ci pourrait être interprétée comme une anticipation de perspectives économiques très favorables dans le futur. Il en est de même pour le taux de change.

Les liens entre les prix des actifs et l'inflation dépendent de la nature des chocs. Certains économistes soutiennent que la prise en compte des prix d'actifs (notamment des actions) apporte un faible avantage sur le plan informationnel¹¹. Pour d'autres, les prix d'actifs ont une valeur en tant qu'indicateur même si leurs résultats paraissent médiocres au niveau prévisionnel.

Une forte volatilité sur les prix d'actifs (en particulier, actions et taux de change) peut handicaper leur efficacité pour refléter l'activité économique. Une solution consiste donc à utiliser une moyenne mobile pondérée des prix de chaque catégorie d'actifs, où les évolutions les plus récentes doivent recevoir des pondérations plus importantes.

Une difficulté majeure quant à l'utilisation des prix d'actifs comme indicateurs est qu'ils interagissent avec la politique monétaire. Les opérateurs financiers manifestent un intérêt particulier pour anticiper et analyser les décisions de politique monétaire. En effet, la politique monétaire, en agissant sur le taux d'intérêt de court terme, elle peut entraîner des variations des taux d'intérêts de différentes échéances et transmet ses effets à d'autres compartiments du marché financier. En agissant sur les conditions de financement de l'économie, elle peut influencer les perspectives de bénéfices des entreprises à court terme et l'inflation présente ou future. Elle modifie également les rémunérations relatives des devises et modifie les courants des mouvements des capitaux internationaux. Les réactions des marchés des actions et de changes sont parfois difficiles à comprendre. En général, lorsque les banques centrales suivent un certain processus de décision, les opérateurs financiers anticipent relativement bien leurs décisions en matière de politique monétaire. Ils intègrent en avance l'impact d'une décision dans les cours sans attendre son annonce ou sa mise en oeuvre. Ces dernières se traduisent souvent par une certaine inaction du marché ou même une réaction contraire à ce qu'on attend. Une banque centrale indépendante peut avoir le

¹⁰ Voir Mishkin et Schmidt-Hebbel (2001) pour une revue de littérature et des expériences empiriques.

¹¹ Voir Gilchrist et Leahy (2002).

sentiment de « perdre » son indépendance si elle fait exactement ce qu'anticipent les opérateurs financiers. Il est alors tentant pour une banque centrale de surprendre le marché. Le sens et l'ampleur de la réaction dépendra alors du contexte et du consensus du moment ainsi que du sens de la surprise.

Les problèmes soulevés ci-dessus se posent moins pour le prix de logements. Celui-ci réagit avec retards aux chocs affectant l'économie et aux décisions de politique monétaire. Bien qu'il ne permet d'anticiper efficacement la croissance, il permet de bien guider les prévisions d'inflation par la banque centrale.

Sur le plan opérationnel, les informations contenues dans les prix des actifs pourraient être utiles pour les aspects tactiques de la politique monétaire, étant donné qu'une grande partie du travail de mise en œuvre de celle-ci relève de la communication et de l'envoi de signaux à l'égard des marchés financiers. Les informations en provenance des marchés financiers concernant la direction anticipée de la politique monétaire pourraient aussi être utiles pour bien apprécier la justesse du timing particulier des actions politiques ainsi que leur efficacité.

3.3. La prise en compte des prix d'actifs dans la fonction de réaction de la banque centrale

La conduite de politique monétaire des pays industrialisés serait-elle améliorée si leurs banques centrales réagissaient systématiquement aux changements des prix d'actifs largement détenus tels que le prix des actions ou le prix de l'immobilier ? L'importance croissante des actifs ainsi que les fortes variations de leurs prix ont poussé récemment un certain nombre d'économistes à recommander aux autorités monétaires de réagir aux prix d'actifs, ou en d'autres termes, à inclure les prix d'actifs dans leurs fonctions de réaction. Le rôle des prix des actifs dans la fonction de réaction de la banque centrale fait néanmoins l'objet d'un débat controversé parmi les économistes¹².

Les mouvements non anticipés des prix d'actifs peuvent affecter la prévision du taux d'inflation de la banque centrale (Bernanke et Gertler, 1999, Smets, 1997) par l'intermédiaire de leur impact sur la demande globale. Dans le cadre de la stratégie de ciblage d'inflation, une règle du taux d'intérêt optimal réagissant à la prévision du taux d'inflation intègre tout naturellement les variations des prix d'actifs. Les difficultés évoquées pour utiliser les prix d'actifs comme indicateurs (désalignements des prix par rapport aux fondamentaux, volatilité

¹² Pour une synthèse de la littérature voir Gilchrist et Leahy (2002). Voir aussi Smets (1997), Goodhart (2000), Cecchetti, Genburg, Lipski et Wadhvani (2000), Artus (2000, 2002).

des prix, réactions incertaines par rapport aux politiques monétaires) se présentent également ici. Pour d'autres économistes, intégrer les prix d'actifs systématiquement dans des fonctions de réaction de politique monétaire peut se révéler inapproprié (Fuhrer et Moore, 1992). En effet, la prime de risque qui est intégrée dans les prix d'actifs a tendance à varier dans le temps. Fonder la politique monétaire sur des mesures de prix ou de conditions monétaires élargies intégrant des prix d'actifs peut dans la pratique conduire à une variabilité plus forte de la production et du taux d'inflation courante et future. Ainsi, Bernanke et Gertler recommandent de ne réagir aux prix d'actifs que lorsqu'ils signalent des changements dans les anticipations inflationnistes. Par contre, Cecchetti et al. (2000) recommandent une réaction plus systématique aux prix des actifs comme au prix des biens et services en considérant que l'inflation des premiers constitue un prédicateur de l'inflation des derniers.

Une stratégie de ciblage de l'inflation flexible tenant compte de l'objectif de l'inflation et de celui de l'output pourrait ne pas être stabilisante pour l'économie lorsque les autorités ne peuvent pas identifier correctement les chocs durables ou permanents affectant l'équilibre économique. Cette stratégie est conçue pour fonctionner lorsque les chocs sont transitoires. En cas de choc permanent et non immédiatement perçu par les autorités monétaires, les écarts de l'inflation et de l'output par rapport à leur objectif peuvent remettre en cause la crédibilité des autorités. Si une banque centrale accorde une trop grande importance à l'objectif de l'inflation, sa réaction en termes du taux d'intérêt pourrait être trop forte à l'inflation et insuffisante à l'output. En focalisant trop fortement sur le taux d'inflation, on risquerait d'avoir une instabilité macroéconomique. En effet, suite à un choc exogène, une bulle spéculative (avec une influence notable sur le niveau d'activité) pourrait se former sans provoquer une réaction suffisante de la banque centrale car son impact sur le taux d'inflation est faible voire inexistant dans un premier temps.

3.4. La conduite de la politique monétaire en présence des bulles spéculatives

Concernant la conduite de la politique monétaire en période de gonflement et d'éclatement d'une bulle spéculative sur les actifs, les économistes s'opposent sur les réponses à apporter sur plusieurs questions essentielles.

Premièrement, faut-il agir de manière préventive contre la formation des bulles spéculatives afin éviter les dégâts importants résultant de l'éclatement d'une bulle trop développée ? Pour les partisans de la prévention, l'instabilité financière correspond à une situation de déséquilibre et cela a nécessairement des coûts en termes d'ajustement pour

l'économie. En réagissant aux prix des actifs dans sa conduite normale de politique monétaire, la banque centrale peut aussi bien réduire la probabilité de formation de bulles des prix des actifs que le risque de cycles d'investissement (expansion/récession). Elle parvient ainsi à mieux lisser la trajectoire de l'inflation. On doit réagir même quand les prix des différents actifs s'engagent dans des mouvements divergents ou lorsque la bulle est due aux influences des marchés financiers extérieurs. Dans ce cas, on doit bien diagnostiquer la situation car la réaction aux prix des actifs dépend des facteurs fondamentaux des changements. Face à la hausse de la productivité, aux désalignements normaux ou aux bulles, les réponses doivent être très différentes.

D'autres économistes s'opposent à une telle approche préventive en arguant que la banque centrale aura des difficultés pour détecter les bulles. Même lorsqu'on peut les détecter, la politique monétaire est loin d'être l'outil efficace contre les bulles car, selon eux, il faut une hausse assez brutale du taux d'intérêt pour dégonfler les bulles. Cela aura pour conséquence de ralentir l'économie dans son ensemble, casser une expansion légitime et entraîner l'économie dans une phase de récession. Ces problèmes se posent particulièrement lorsque les bulles ne concernent qu'un seul secteur (par exemple, le secteur de hautes technologies dans les années 1990). De même, lorsqu'il y a une incertitude considérable concernant le rôle macroéconomique des prix des actifs, les autorités monétaires doivent s'abstenir de répondre aux prix des actifs (A. J. Filardo, 2001). Il faudrait plutôt utiliser des régulations financières et des supervisions pour assurer une plus grande stabilité financière. Selon Bernanke (2002)¹³, il en était aussi question de lutter contre la bulle boursière vers la fin des années 1920 aux Etats-Unis. Cependant, la hausse des taux décidée par la Fed avait eu pour conséquence de casser la bulle et entraîner l'économie dans une récession profonde. Une erreur fatale avait été en effet commise en ne protégeant pas le système bancaire dans le contexte du dégonflement de la bulle.

Deuxièmement, comment la banque centrale pourrait-elle agir si elle ne détenait pas une meilleure information que le marché ? Selon l'hypothèse de l'efficacité du marché financier, celui-ci intègre à chaque instant toutes les informations pertinentes pour déterminer les prix d'équilibre des actifs. Par conséquent, la banque centrale ne détient pas nécessairement plus d'informations pour juger la pertinence des prix des actifs. A ce propos, Cecchetti, Genberg et Wadhvani (2002) avancent deux justifications afin d'intervenir dans ce cas. D'abord, le

¹³ « Asset-Price "Bubbles" and Monetary Policy », Remarks by Governor Ben S. Bernanke, before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, October 15, 2002.

fait que le marché intègre toutes les informations ne signifie pas qu'il n'y a pas de désalignements des prix des actifs par rapport à leurs fondamentaux. Sur le marché sont présents des investisseurs (dont les performances sont contrôlées à un horizon de temps court) qui sont tentés plutôt de suivre la tendance du marché que de chercher les justes prix. Par conséquent, le prix des actifs peut s'écarter de la valeur d'équilibre fondamentale. Ensuite, les autorités n'ont pas besoin d'être mieux informées que le marché pour agir. Simplement, elles ont un horizon de temps et des responsabilités différents que les gestionnaires qui doivent investir même quand ils sont conscients du gonflement de bulles.

Troisièmement, est-ce les résultats que l'on aurait pu obtenir justifient la prise en compte des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire ? La réaction indifférenciée au prix des actifs quelle que soit la situation pourrait être dangereuse. Un pilotage automatique peut s'avérer aussi délicat. Il convient peut-être de laisser le marché s'ajuster lorsqu'il y a des petits désalignements dont les effets sur l'économie sont faibles et concentrer l'utilisation des instruments de politique monétaire sur les déséquilibres importants des marchés d'actifs. Il faut agir de manière discrétionnaire tout en apportant des mesures fortes et rapides accompagnées d'une communication claire vis-à-vis des marchés financiers et du public. Les effets d'une prise en compte des prix des actifs sont toutefois difficiles à mesurer. Les résultats de simulations divergent suivant les modèles et les hypothèses adoptées concernant la probabilité de réalisation des bulles spéculatives.

4. Le prix d'actifs et la politique monétaire de la BCE : comparaison avec la Fed

La BCE a pour mission principale la stabilité des prix dans la zone euro. Celle-ci est définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE comme une hausse inférieure à 2% de l'indice de prix à la consommation harmonisé pour la zone euro. Cet objectif de l'inflation est considéré par de nombreux économistes comme étant trop faible compte tenu de l'hétérogénéité des situations économiques des pays dans la zone euro. Face à de nombreuses critiques, La BCE a modifié la définition de la stabilité des prix en mai 2003 et vise désormais un taux d'inflation autour de 2%.¹⁴ L'expérience récente montre que la BCE prend en compte la croissance sous condition que l'inflation est sous contrôle. Quant à la Fed, son objectif principal est de stabiliser la croissance économique à son niveau potentiel et considère que la stabilité des prix favorise la réalisation de l'objectif de la croissance.

Jusqu'à présent, les banques centrales réagissent rarement dans leur décision du taux d'intérêt au prix des actions (Artus, 2002). La Fed admet qu'elle observe les évolutions des prix des actifs sans indiquer si elle les fait entrer dans sa fonction de réaction. L'expérience des interventions lors du krach boursier en 1987 laisse penser que la Fed dirigée par Alan Greenspan a un plan d'actions en cas de chute forte du marché d'actions. Dans les années passées, les commentaires de marché ont largement étayé le fait que la Fed réagit aux baisses des marchés boursiers. Ces suppositions ont peut-être créé un aléa moral contribuant à la formation des bulles spéculatives extrêmement importantes dans la période 1995-2000.

Les dernières hausses du taux d'intérêt précédant l'éclatement des bulles sont destinées selon la Fed à refroidir l'économie en surchauffe. Officiellement, la Fed n'a donc pas réagi à la formation des bulles technologiques, pourtant Alan Greenspan parlait déjà de « l'exubérance irrationnelle » en 1996. Le diagnostic de l'existence de bulles était juste mais non suivi d'une action adéquate. La raison principale est peut-être que la Fed doit prendre en compte les crises financières en Asie, en Russie et en Amérique latine durant cette période, qui semblaient avoir un effet de contagion important vers les marchés financiers des pays développés, ou encore le risque de bug de l'an 2000 surestimé et sur-médiatisé.

Dans la phase de l'éclatement de bulles, la Fed a voulu montrer que son objectif n'est pas d'empêcher la baisse des cours boursiers mais plutôt de soutenir l'économie. En ignorant l'attente de baisse de taux par les opérateurs financiers, la Fed a réagi avec retard par rapport au ralentissement et la récession dans certains secteurs économiques (notamment les secteurs de manufactures industrielles). Les marchés boursiers ont accueilli la première baisse du taux d'intérêt directeur à la fin de 2000 avec beaucoup de scepticisme en considérant qu'elle était tardive et insuffisante. Par la suite, les attentes des opérateurs du marché ont été souvent satisfaites voire dépassées par de nombreuses et importantes baisses des taux directeurs de la Fed. Ce comportement ressemble fortement à une intégration du prix des actions dans la fonction de réaction de la Fed.

Par contre, la BCE semblait chercher systématiquement à décevoir les opérateurs du marché en retardant les opérations de baisse des taux directeurs ou en freinant le rythme de baisse de taux sauf quelques rares occasions (après 11 septembre 2001 par exemple) où l'attente du marché a été satisfaite. La BCE semblait vouloir faire comprendre que c'est elle qui dicte les conditions et les rythmes de baisse de taux et non les marchés financiers. Les évolutions ultérieures de l'économie de la zone euro ont démontré largement que sa crainte

¹⁴ Svensson Lars E.O. (2003) considère que ce progrès n'est pas suffisant.

du risque inflationniste était excessive et sa prise en compte du risque de récession était insuffisante. Les retards de réaction de la BCE face à la récente crise boursière sont lourdement sanctionnés par des baisses de marché plus prononcées dans la zone euro. D'autres facteurs, tels que la faiblesse de l'euro, les déficits budgétaires aggravés dans certains pays membres de l'UEM ainsi qu'un dérapage du taux d'inflation lors du passage à l'euro fiduciaire, ont empêché la BCE de réagir rapidement et de manière plus souple. Ces éléments ont été parfaitement intégrés dans les anticipations des opérateurs financiers.

A travers les discours et les documents de la BCE¹⁵, on peut avoir un aperçu de la position actuelle de la BCE en matière de l'objectif, de la conception et de la conduite de politique monétaire face aux évolutions des prix d'actifs. Sur le plan théorique, la BCE semblait avoir adosser l'analyse monétariste de la politique monétaire, au moins pour le long terme. Pour elle, à plus long terme, la politique monétaire peut contrôler uniquement le niveau général des prix. De même, la politique monétaire n'influence que les prix nominaux des actifs financiers et non financiers. La stabilité du prix étant selon la BCE le fondement de la stabilité de l'euro, il faut alors stabiliser l'inflation pour avoir un euro fort. Pour la BCE, la stabilité des prix est donc le meilleur moyen de réaliser le potentiel de la croissance économique. Une conduite de la politique monétaire trop réactive, compte tenu des retards de réaction de l'économie face aux variations des taux d'intérêt directs, risque de déstabiliser l'économie. Une politique monétaire, axée sur la stabilité des prix, peut avoir une éventuelle incidence à long terme sur le prix des actifs en termes réels du fait que celle-ci réduit l'incertitude relative à l'inflation, la prime de risque et l'incertitude concernant les prix nominaux futurs des actifs.

En partant de cette analyse, la BCE semblait privilégier une politique monétaire moins réactive avec des variations du taux d'intérêt moins brutales ou violentes (lissage des taux d'intérêt) que la Fed. La BCE conclut également que le prix des actions n'est pas un objectif approprié en soi pour la politique monétaire en raison de l'impossibilité de contrôler les prix réels d'équilibre des actifs à long terme et d'influencer de manière précise des prix des actifs à court terme. En effet, la BCE n'exclut pas des effets à court terme de la politique monétaire sur les prix d'actifs. Cependant, les réactions des opérateurs sur les marchés liquides varient rapidement en fonction du contexte et de la perception des opérateurs. Annoncer le prix

¹⁵ Voir Trichet J-C. (2002), « Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability », discours à la conférence tenue à la Réserve Fédérale de Chicago, Illinois, Etats-Unis. Voir aussi le bulletin mensuel de la BCE, février 2002.

d'équilibre des actifs ne semblait pas d'ailleurs relever de la compétence des banquiers centraux si on admet qu'ils ne disposent pas de toutes informations pertinentes pour le faire et si on admet qu'ils sont moins bien informés que les opérateurs des marchés pris dans leur ensemble. Par conséquent, focaliser sur les prix des actifs peut rendre le public perplexe en brouillant sa perception vis-à-vis de l'attachement de la BCE à son objectif primaire qui est de maintenir la stabilité des prix. Le problème d'aléa moral lié à l'intervention systématique ou occasionnelle sur les marchés d'actifs ne peut que renforcer la conviction de la BCE.

Sur le plan pratique, la BCE prend en compte l'évolution des prix des actifs en tant qu'indicateurs permettant d'apprécier les conditions économiques et donc le risque pour la stabilité des prix. Les différents prix d'actifs donnent des informations utiles sur l'évolution de la demande et de l'offre agrégées dans la zone euro. Ils aident à identifier les chocs affectant l'économie ainsi que les origines et le degré de persistance des tensions sur le niveau général des prix. Il subsiste cependant tant au plan théorique qu'au plan pratique beaucoup de difficultés pour l'inclusion et l'exploitation des prix d'actifs dans la panoplie des indicateurs utilisés par la BCE.

Cette prise en compte des prix d'actifs en tant qu'indicateurs est faite dans le cadre du second pilier de sa stratégie de politique monétaire¹⁶. La BCE privilégie les synergies entre l'analyse de l'évolution des marchés d'actifs et l'analyse monétaire (l'évolution de la masse monétaire et du crédit) conduite dans le cadre du premier pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Ce choix est judicieux car des études empiriques montrent une forte corrélation entre les prix des actifs et la croissance du crédit dans l'économie. L'analyse conjointe du marché de crédit et des marchés d'actifs permet d'identifier plus aisément les bulles spéculatives sur ces derniers. Elle permet aussi de mieux identifier les facteurs qui faussent les informations contenues dans les agrégats monétaires.

Les imperfections des différents marchés d'actifs, les déviations des prix par rapport à leur niveau d'équilibre et l'hétérogénéité des marchés au sein de la zone euro rendent difficile l'interprétation et l'utilisation des informations contenues dans les prix des actifs. Si on admet que la BCE a pris en compte les évolutions du taux de change et du prix des actions dans son processus de décision, on ne peut pas admettre de même pour les prix immobiliers. En effet, on constate que, jusqu'à présent, les statistiques sur les prix immobiliers ne sont pas

¹⁶ Voir pour les détails Voir L'article intitulé « The information content of interest rate and their derivatives for monetary policy » publié dans ECB Monthly Bulletin, May 2000.

disponibles pour l'ensemble des pays dans la zone euro et lorsqu'elles existent, leur homogénéité et leur fiabilité posent problème.

Conclusion

Dans cette analyse, nous avons étudié les évolutions récentes des marchés d'actifs dans la zone euro ainsi que leur rôles dans le cycle économique et dans la conduite des politiques des autorités monétaires. A cet égard, les développements théorique et empirique récents concernant la prise en compte des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire pourrait faire évoluer la position et la stratégie de la BCE. Certaines propositions peuvent être dégagées de nos analyses précédentes.

Dans le contexte actuelle, la BCE devrait prendre suffisamment en compte la dégradation de la conjoncture économique prévue ou entraînée par la baisse des marchés boursiers européens et l'appréciation de l'euro tout en n'oubliant pas le risque de développement des bulles spéculatives sur le marché de logements dans certains pays de la zone euro. L'objectif n'est pas de diriger ou empêcher la hausse ou la baisse du prix sur un marché d'actifs. Même si cela est faisable, on risque de faire perdre la fonction d'indicateur économique des prix des actifs. Cependant, une meilleure prise en compte des développements des prix d'actifs dans la décision de politique monétaire permet à l'avenir de diminuer éventuellement l'ampleur de fluctuations des prix d'actifs au cours d'un cycle économique.

Par ailleurs, la BCE doit chercher à coordonner ses actions avec celles des autorités budgétaires nationales en tenant compte des effets des mouvements des prix des actifs sur le budget des Etats membres de l'UEM. Une attention plus importante pourrait être apportée à la croissance dans la zone euro car un tel comportement semble plus stabilisant pour l'économie. En outre, la BCE devrait moins focaliser son attention sur le niveau du taux d'inflation représenté par l'indice des prix harmonisé de la zone euro, mais plus sur le niveau de prix dans les pays dont le niveau de revenu est le plus élevé (Allemagne et France) en isolant l'impact du rattrapage des prix des pays à revenus plus faibles.

Enfin, la BCE ne doit pas chercher systématiquement à modérer les mouvements du taux d'intérêt directeur bien que les raisonnements théoriques sous-jacents à cette conduite soient plausibles en temps normal. Or, on est actuellement dans une situation économique et financière anormale. Une rapidité d'actions pourrait rendre la politique monétaire plus efficace dans la lutte contre la crise économique et financière actuelle. Une réaction lente

pourrait faire enliser l'économie européenne dans une période de stagnation longue caractérisée par la déflation des prix d'actifs et des biens et services et une croissance faible et irrégulière comme on l'a constaté au Japon durant la dernière décennie. Lorsqu'on est dans ce type de situation, la politique monétaire par le moyen des baisses du taux d'intérêt ne serait plus efficace.

Références Bibliographiques:

- Artus, P. (2000), « Faut-il introduire les prix d'actifs dans la fonction de réaction des réactions des banques centrales ? » ; Revue d'Economie Politique 110 (6), p.787-805.
- Artus, P. (2002), « Pourquoi la politique monétaire ne réagit-elle pas aux prix d'actifs? » ; Groupe de Caisse des Dépôts, document de travail n° 2002-92/MA.
- Bernanke, B., Gertler, M. (1999), “Monetary policy and asset prices volatility”; Federal Reserve of Kansas City Conference on “New Challenges for Monetary Policy”.
- Bernanke, B., Gertler, M. (2001), “Should central bank respond to movements in asset prices?” American Economic Review Papers and Proceedings 91, pp. 253-257.
- Borio C. et Lowe P. (2002), « Asset prices, financial and monetary stability : exploding the nexus », BIS Working Paper n° 114.
- Case K., Quigley J. M. et Shiller R. J. (2001), “Comparing wealth effects: The stock versus the housing market”, Coales Foundation Discussion Paper n° 13335.
- Cecchetti, S., Genberg, H., Lipsky, J., Wadhvani, S. (2000), “Asset prices and central bank policy”; Center for Economic Research, London.
- Cecchetti, S., Genberg, H. et Wadhvani, S. (2002), “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework”, NBER Working Paper n° 8970.
- Cogley, T. (1999), « Should the Fed take deliberate steps to deflate asset price bubbles? ” Federal Reserve Bank of San Francisco (FRBSF) Economic Review, n° 1, pp. 42-52.
- Eschenbach F. et Schuknecht L. (2002), « Asset prices and fiscal balances », ECB Working Paper n° 141.
- Filardo, A. (2000), “Monetary policy and asset prices”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 85, pp. 11-37.
- Filardo, A., (2001), Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Some Experimental Results, RWP 01-04, Research Division, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Fuhrer, J., Moore G. (1992), “Monetary policy rules and the indicator properties of asset prices”; Journal of Monetary Economics, vol. 29, pp. 303-336.
- Gerlach, S., Smets, F. (2000), “MCI's and monetary policy”; European Economic Review 44, pp. 1677-1700.
- Gilchrist, S., Leachy, J. V. (2002), “Monetary policy and asset prices”; Journal of Monetary Economics 49, pp. 75-97.
- Ludwig A. et T. Slok (2002), “The impact of stock prices and house prices on consumption in OECD countries”, IMF Working Paper n° WP/02/1.
- Mishkin F. S. et Schmidt-Hebbel K. (2001), One decade of inflation targeting in the world : what do we know and what do we need to know ? NBER Working Paper No. w8397
- Poterba J. M. (2000), “Stock market wealth and consumption”, Journal of Economic Perspective, vol. 13, pp. 91-118.
- Smets, F. (1997), “Financial assets prices and monetary policy : theory and evidence”; Discussion paper No. 1751, Centre for Economic Policy Research, London.
- Svensson Lars E.O. (2003), “In the Right Direction, But Not Enough: The Modification of the Monetary-Policy Strategy of the ECB”, Working Paper, Princeton University.