

2005-09-27

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Prix des actions et de l'immobilier et politique monétaire

(Article publié dans la Revue économique du 3^e trimestre 2005)

www.nbb.be

Les évolutions récentes des cours des actions et des prix des logements ont ravivé le débat sur le rôle des prix des actifs dans la conduite de la politique monétaire. Bien que les banques centrales ne fixent pas d'objectifs en termes de prix d'actifs tels que les actions ou les biens immobiliers, elles suivent toutefois les mouvements de ces prix, qui peuvent fournir des signes précurseurs de l'instabilité financière et monétaire. Il n'existe toutefois pas d'unanimité sur la manière précise dont une banque centrale doit tenir compte de l'évolution des prix des actifs.

La première partie de cet article met en lumière les relations complexes existant entre les prix des actifs, les variables macroéconomiques et la politique monétaire. En premier lieu, les causes possibles des fluctuations des prix des actifs sont passées en revue, à savoir les évolutions macroéconomiques, la politique monétaire, ainsi que des attentes exagérément optimistes ou pessimistes. Les prix des actifs peuvent être considérés comme la valeur actualisée des flux de revenus ou de services attendus pour l'avenir. D'une part, ces prévisions sont fondées sur des déterminants fondamentaux. Ainsi, les cours des actions présentent un lien positif avec les perspectives conjoncturelles (par le biais de l'évolution prévue des dividendes) et un lien négatif avec les anticipations inflationnistes et le niveau des taux d'intérêt (par le biais du taux d'actualisation). Les prix des logements, en revanche, sont généralement poussés à la hausse non seulement par des perspectives de croissance favorables (par le biais du revenu disponible) et un bas niveau des taux d'intérêt, mais également par une inflation élevée. Cette différence de sensibilité explique pourquoi les prix des actions et ceux des logements réagissent parfois différemment à un assouplissement de la politique monétaire: tandis que les seconds réagiront plutôt de manière positive à une réduction des taux à court terme, les premiers n'iront dans le même sens que si l'assouplissement de la politique monétaire est considéré comme non inflationniste. D'autre part, les flux de revenus et de services prévus peuvent également être l'objet d'un optimisme ou un pessimisme excessif. Il est toutefois extrêmement difficile, surtout en temps réel, de distinguer l'apparition d'une euphorie spéculative (bulle financière) d'une hausse des prix qui s'appuie sur des déterminants fondamentaux.

Les principaux canaux par lesquels une hausse des prix des actifs peut stimuler la demande agrégée (et éventuellement l'inflation) sont ensuite décrits. Une telle hausse peut engendrer une demande accrue d'actifs neufs (q de Tobin), exercer des effets de richesse sur les dépenses de consommation et provoquer un assouplissement de l'octroi de crédit (accélérateur financier).

Cette première partie de l'article traite enfin de la question de savoir si la politique monétaire doit réagir à de fortes fluctuations des prix des actifs. Il va de soi qu'une banque centrale réagisse à une hausse des prix des actifs dans la mesure où celle-ci est un indicateur avancé du cycle conjoncturel et de tensions inflationnistes futures, mais cette mesure est difficile à préciser. En outre, une banque centrale réagira à un krach proportionnellement aux conséquences que celui-ci entraîne pour l'activité et l'inflation. Il est rare, toutefois, qu'une banque centrale agisse de manière décisive en vue de contrer une forte hausse des prix des actifs lorsqu'il n'apparaît pas de tensions inflationnistes. Les conditions idéales pour une intervention préventive visant uniquement à éviter la formation d'une bulle spéculative ne sont en effet jamais remplies.

Les deuxième et troisième parties de l'article sont consacrées aux évolutions récentes des cours des actions (aux États-Unis et dans la zone euro) et des prix des logements (dans la zone euro, dans les pays où les hausses de prix sont les plus fortes et en Belgique) et à la formation éventuelle de bulles sur ces marchés. Une bulle est définie comme une hausse des prix reposant sur des prévisions de prix sans cesse plus élevées, attentes qui ne paraissent toutefois pas justifiées sur la base des variables fondamentales. Pour apprécier la surévaluation ou la sous-évaluation des actions, il est souvent fait usage, dans la pratique, de ratios financiers tels que le rapport cours-bénéfice ou le rapport du cours de bourse au

dividende. De tels ratios signalent souvent la possibilité d'une correction de cours, plutôt que le moment précis du retournement. Sur la base du rapport cours-bénéfice, les cours des actions ne paraissent pas, à l'heure actuelle, particulièrement surévalués dans la zone euro.

Pour apprécier la surévaluation ou la sous-évaluation des logements, des critères d'accessibilité financière, tels que le rapport entre le revenu disponible et la charge mensuelle de remboursement d'un crédit hypothécaire, sont souvent pris en considération. Appliqués au prix moyen des logements dans la zone euro et en Belgique, ils indiquent que les fortes hausses de prix des dernières années ne paraissent pas excessives. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt hypothécaires et les évolutions dans un certain nombre de pays de la zone euro comportent toutefois certains risques.

Pour le Conseil des gouverneurs de la BCE, les évolutions récentes des prix des actifs dans la zone euro ne constituent pas en soi un motif de resserrement de la politique monétaire. Le Conseil reste toutefois attentif aux conséquences du maintien de bas taux d'intérêt sur la liquidité, l'octroi de crédit et les prix des actifs. Ainsi, dans l'analyse économique qui constitue l'un des piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE, les projections macroéconomiques établies à intervalles réguliers tiennent compte des effets «normaux» des variations des prix des actifs, tels que les effets de richesse. En outre, dans le cadre de l'analyse monétaire, les évolutions d'un certain nombre d'indicateurs liés à la monnaie et au crédit sont suivies conjointement avec des indicateurs relatifs à la surévaluation des actifs, de manière à évaluer les risques de formation de déséquilibres financiers.