

2007-08-03

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

---

### Un excès de liquidité peut-il annoncer une envolée des prix des actifs?

par Annick Bruggeman

#### NBB Working Paper No 117 - Research Series

Les fortes fluctuations des prix des actifs (tant des actions que de l'immobilier) enregistrées au cours de la dernière décennie et leur impact sur l'économie réelle ont fait l'objet d'une attention particulière de la part des chercheurs et des responsables de la politique économique. Des études réalisées précédemment par la BRI et la BCE ont mis en lumière une corrélation étroite entre les conditions de liquidité (telles que les mesures de la monnaie et du crédit) et des "bulles" des prix des actifs conduisant à de graves récessions ou à une instabilité financière à la suite de leur éclatement. Le fait que la plupart de ces "bulles" ayant des répercussions dommageables (mesurées par le recul subséquent du PIB en volume) aient été précédées par une croissance vigoureuse de la monnaie ou du crédit, n'implique pas pour autant que toutes les périodes d'excès de liquidité annoncent une envolée imminente des prix des actifs. C'est pourquoi le Working Paper analyse la relation entre excès de liquidité et prix des actifs sous un angle différent, en ce sens qu'il s'attelle à rechercher les conditions dans lesquelles les périodes d'excès soutenu de liquidité sont plus susceptibles d'être suivies par une envolée des prix des actifs.

L'analyse empirique repose sur une base de données trimestrielles relatives à 18 pays industrialisés et couvrant la période 1970-2005. Les périodes d'excès de liquidité et d'envolée des prix des actifs sont définies comme étant des périodes au cours desquelles les déséquilibres cumulés (respectivement du ratio de la monnaie au PIB et d'un indice agrégé des prix des actifs) par rapport à une tendance obtenue par un filtre HP dépassent un seuil déterminé. Dans un premier temps, le Working Paper décrit les évolutions d'une série de variables macroéconomiques et financières avant, pendant et après les périodes identifiées d'excès soutenu de liquidité. Il semble que ces dernières résultent habituellement de la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention de monnaie plutôt que d'une croissance vigoureuse du PIB en volume, et qu'elles soient suivies par une accélération de l'inflation. Le lien avec les évolutions des prix des actifs est toutefois moins évident, dans la mesure où la plupart des périodes d'excès de liquidité identifiées n'ont pas été suivies par une accélération de l'inflation des prix des actifs.

Ensuite, le Working Paper examine, à nouveau sous un angle purement descriptif, si certaines variables macroéconomiques et financières peuvent s'avérer utiles pour distinguer les périodes d'excès soutenu de liquidité qui ont été suivies par une envolée des prix des actifs et celles qui ne l'ont pas été. Il apparaît que les périodes d'excès de liquidité sont plus susceptibles d'être suivies par une envolée des prix des actifs lorsque la forte croissance de la masse monétaire est principalement liée à la faiblesse des taux d'intérêt et à la vigueur de la croissance économique, dans un contexte de forte expansion du crédit et de faible inflation. Si ces périodes ont aussi été généralement plus longues et caractérisées par un *money gap* plus important, ces différences n'étaient pas, d'un point de vue statistique, significatives pour un seuil de confiance de 10 p.c. À l'inverse, une croissance élevée de la masse monétaire résultant principalement d'arbitrages de portefeuilles dans un contexte de faible hausse des prix des actifs et de croissance économique modeste, ne doit pas être interprétée comme le signe d'une envolée imminente des prix des actifs.

Après avoir identifié les variables qui semblent se comporter différemment au cours des deux types de périodes d'excès de liquidité, la dernière étape consiste à estimer des modèles *logit*, en vue de quantifier formellement la relation entre ces variables et la probabilité de voir une période d'excès de liquidité suivie d'une envolée des prix des actifs. Le modèle *logit* retenu, qui prédit correctement la survenance d'une envolée des prix des actifs dans 92 p.c. des cas, englobe, comme variables explicatives, l'écart moyen par rapport à la tendance du taux d'intérêt à long terme au cours de la période d'excès de liquidité et le taux d'inflation moyen réel des prix des actifs durant les quatre trimestres précédant le début de la période d'excès de liquidité.

Globalement, les résultats du Working Paper indiquent qu'il n'existe pas de lien immédiat entre la monnaie et les prix des actifs et mettent par conséquent en garde contre toute analyse monétaire 'naïve'. Toutefois, en tenant compte des probables non-linéarités dans la relation et en combinant l'information contenue dans les agrégats monétaires larges avec celle provenant d'autres variables, il est possible d'apprécier la probabilité de voir une période d'excès de liquidité suivie d'une envolée des prix des actifs. Il convient de remarquer que cette analyse ne vise pas à mesurer la capacité prédictive marginale de l'excès de liquidité, ni à établir un lien de causalité entre l'excès de liquidité et les prix des actifs.