

Analyse



Bulles de prix et
politique monétaire

Réseau

Financité

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Face aux crises financières et économiques répétées, les banques centrales inondent les marchés de liquidités à bon marché pour relancer la croissance. Mais ces politiques (trop ?) accommodantes ne risquent-elles pas d'alimenter de nouvelles bulles de prix¹ ?

En quelques mots :

- La politique monétaire a joué un rôle crucial dans la naissance, le développement et l'éclatement de bulles de prix.
- Des phénomènes de spéculation, d'excès de confiance dans l'économie ou encore un excès de crédits à bon marché peuvent contribuer à former ces bulles.
- La politique monétaire actuelle consiste à n'agir qu'une fois que la bulle a éclaté pour limiter les dégâts.

Mots clés liés à cette analyse : prix, banque centrale, politique monétaire, crise financière.

1 Introduction

Les banques centrales ont tenu un rôle de premier plan lors des crises financières qui ont secoué l'économie mondiale ces dernières années. Au cours de la crise des « subprimes » de 2007, elles ont contribué à sauver le secteur financier. Ce faisant, elles ont évité que ce dernier n'entraîne toute l'économie mondiale dans sa chute. Plus récemment, c'est la crise de la dette souveraine² qui a nécessité leur intervention.

L'éclatement de bulles de prix à l'origine de crises financières

Pour aider l'économie à traverser ces crises, les banques centrales ont mis en place une politique monétaire très accommodante – toujours d'actualité aujourd'hui – caractérisée par des taux directeurs historiquement bas³. Le taux directeur étant le taux d'intérêt dont doivent s'acquitter les banques privées lorsqu'elles empruntent auprès de la banque centrale, un taux directeur faible implique un coût de financement du secteur bancaire très avantageux. Une telle politique a pour but d'inciter les banques à accorder plus de crédits, ce qui permet de stimuler l'économie.

1 Le terme de « bulle » utilisé dans cette analyse renvoie ici à une bulle de prix d'actifs, encore appelée « bulle spéculative » ou « bulle financière ».

2 La dette souveraine est la dette émise par chaque État. La crise a débuté en 2010, lorsque les marchés financiers ont remis en question la capacité de certains États européens à rembourser leur dette, en particulier la Grèce.

3 GLOBAL RATES. Aperçu des taux d'intérêts actuels. Disponible sur : <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-banks.aspx> (consulté le 17/12/2014).

Cependant, ces politiques monétaires ne sont pas sans risque. En effet, en inondant l'économie de liquidités à très bon marché, les banques centrales contribuent à créer un cadre propice au développement de bulles de prix qui peuvent déstabiliser fortement l'économie.

2 Qu'est-ce qu'une bulle ?

Dans un marché sain et efficient, une hausse des prix repose sur des fondations robustes. Le prix d'une action donnée sera ainsi fonction du bilan et du compte de résultat de l'entreprise qui l'a émise. Sur la base de ceux-ci, on peut établir la valeur fondamentale de l'action, c'est-à-dire sa valeur intrinsèque.

Mais, lorsqu'un marché est victime d'une bulle, les prix augmentent sans qu'aucun changement n'ait eu lieu dans ces fondamentaux. Dans le cas de notre action, on peut imaginer le scénario suivant : de bonnes nouvelles concernant le marché sont publiées. Cela pousse les investisseurs à l'optimisme et, confiants en l'avenir, ils achètent l'action à un bon prix. De plus, un investisseur institutionnel achète un nombre important de ces actions aussi. Poussé par la demande, le prix augmente. Pendant tout ce temps, le bilan de l'entreprise ainsi que ses résultats sont restés inchangés. La hausse du prix de l'action est donc uniquement le reflet d'un comportement spéculatif qui s'aggrave à la publication de chaque bonne nouvelle ou si suffisamment d'investisseurs achètent l'action dans le but de profiter de ces hausses de prix. Mais cette hausse des prix ne repose pas sur des fondations solides. Comme une bulle de savon, elle est fragile et peut éclater à tout moment. Par exemple, la publication de mauvaises nouvelles peut mettre un terme à la vague d'optimisme qui avait entraîné l'augmentation du prix et entraîner, à l'inverse, une vague de pessimisme qui incite de nombreux investisseurs à vendre l'action. Les prix chutent alors, parfois même à un niveau inférieur à la valeur intrinsèque de l'action. On dira alors de la bulle qu'elle a éclaté.

L'éclatement d'une bulle peut avoir des conséquences dramatiques pour l'économie lorsqu'elle ne se limite pas à une seule action mais à tout un secteur de l'économie. Les entreprises actives dans le secteur concerné risquent alors la faillite et de nombreux emplois sont détruits. Les investisseurs perdent leur argent et le système financier dans son ensemble peut être mis en péril. Ainsi, l'éclatement de la bulle immobilière américaine en 2006 s'est transformé en une crise financière internationale sans précédent qui a détruit beaucoup d'emplois et plongé l'économie de nombreux pays dans la tourmente.

3 Comment expliquer le développement de bulles de prix ?

Dans l'état actuel des connaissances, il est difficile d'établir avec certitude l'existence d'une bulle de prix avant que celle-ci n'éclate. En effet, mettre en évidence la surévaluation de certains actifs par rapport à leur valeur intrinsèque ne suffit pas à établir l'existence d'une bulle. De plus, on ne peut savoir *a priori* si un marché surévalué va connaître une chute brutale des prix ou si on doit plutôt s'attendre à une correction progressive et limitée de ceux-ci.

Malgré ces difficultés, certains facteurs responsables de bulles de prix peuvent être identifiés.

3.1 La spéculation à la hausse

Un investisseur sera prêt à payer un prix supérieur à la valeur intrinsèque d'un actif s'il anticipe une appréciation de celui-ci. Cette appréciation sera saine si elle est causée par une amélioration des fondamentaux économiques. Mais si l'investisseur est prêt à payer plus que la valeur intrinsèque uniquement dans l'espoir que les prix continuent d'augmenter, sans lien avec ces fondamentaux, alors le marché est victime d'une bulle spéculative. Ce comportement spéculatif ne peut fonctionner qu'un temps limité avant de subir un retournement des anticipations. Tant que suffisamment d'individus adoptent le même comportement, les prix continuent de monter. Mais lorsqu'un nombre suffisant d'agents s'inquiètent de cette hausse des prix sans fondements solides, le marché peut à tout moment basculer : les prix chutent brutalement dès que les agents prennent conscience de l'imminence de l'éclatement d'une bulle. Tout le monde cherche alors à vendre ses actifs avant que les prix ne s'effondrent, ce qui, *in fine* provoque l'effondrement des prix.

3.2 Un cadre économique perçu comme exagérément favorable

Lorsque le marché perçoit, à tort ou à raison, les conditions macroéconomiques comme étant durablement favorables, alors un excès de confiance généralisé peut s'installer. L'illusion d'une croissance sans fin et sans à-coups peut pousser les prix à la hausse jusqu'à ce que la réalité mette fin à cette illusion.

L'exemple irlandais en est une bonne illustration. Entre 1991 et 2007, le taux de croissance annuel moyen de ce pays était de 6,9 %⁴, ce qui valut à l'Irlande le surnom de « Tigre celtique ». Le taux de chômage est descendu à un niveau historiquement bas pour le pays et le revenu moyen par habitant a grimpé en flèche. L'illusion d'une croissance sans fin a largement contribué au développement d'une bulle immobilière qui masquait le fait que la productivité du travail avait cessé d'augmenter à partir de

4 BANQUE MONDIALE. Croissance du PIB (% annuel). Disponible sur : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> (consulté le 17/12/2014).

2002 et que la croissance du pays était devenue extrêmement dépendante de son secteur immobilier⁵. Les taxes générées par le secteur de la construction et de l'immobilier représentaient alors près de 20 % du total des taxes perçues par l'État en 2006 (contre 8 % en 2002) et le secteur générait près de 5 % du produit intérieur brut du pays en 2006 (contre moins de 2 % en 2002). Lorsque la crise financière de 2007 a frappé, la bulle immobilière a éclaté⁶ et le pays a frôlé la faillite en raison de l'importance qu'avait prise le secteur immobilier dans l'économie irlandaise.

3.3 L'abondance de crédits

Enfin, l'abondance du crédit à de faibles taux d'intérêt peut contribuer au développement de bulles de prix pour deux raisons :

- 1 Premièrement, parce que de faibles taux d'intérêt incitent les intermédiaires financiers à prendre plus de risques. Ceux-ci espèrent que l'augmentation du volume de crédits compensera les pertes éventuelles liées à cette prise de risque.
- 2 Deuxièmement, parce qu'avec la diminution des taux d'intérêt, des investissements non productifs ont plus de chance d'être financés. Cela peut pousser les prix à la hausse dans un secteur d'activité qui a plus de chance de se révéler peu, voire pas productif.

C'est ici qu'intervient la politique monétaire. En effet, de par leur politique monétaire, les banques centrales dictent les taux d'intérêt ainsi que le volume de liquidités en circulation.

4 Le rôle de la politique monétaire

Le rôle de la politique monétaire est central

Par sa politique monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) oriente les taux d'intérêt à la hausse ou à la baisse selon l'objectif poursuivi. Pour ce faire, elle dispose de différents instruments. Le plus important d'entre eux est son taux directeur principal : le taux de refinancement. Il s'agit du taux d'intérêt auquel les banques peuvent emprunter, à court terme, auprès de la Banque centrale. Lorsque ce taux diminue, les banques peuvent se financer à moindre coût. Cela leur permet d'accorder plus de crédits et à des taux d'intérêt plus intéressants pour les entreprises et les particuliers.

5 COMMISSION EUROPÉENNE. « Ireland's economic crisis : How did it happen and what is being done about it? ». Disponible sur : http://ec.europa.eu/ireland/key-eu-policy-areas/economy/irelands-economic-crisis/index_en.htm (consulté le 17/12/2014).

6 CENTRAL STATISTIC OFFICE. Residential property price index. Disponible sur : <http://www.cso.ie/en/releasesandpublications/er/rppi/residentialpropertypriceindexaugust2014/#.VIgiGKou3VN> (consulté le 17/12/2014).

La BCE a largement utilisé cet instrument en abaissant à de très nombreuses reprises son taux directeur, jusqu'à le descendre à 0,05 % en septembre, alors qu'il était à près de 4 % avant que la crise des « subprimes » n'éclate en 2007⁷. Cette politique de baisse des taux directeurs est également pratiquée, entre autres, par la Banque centrale des États-Unis et celle de Grande-Bretagne. Celles-ci ont baissé leur taux directeur respectif à 0,25 % et 0,50 %⁸.

En plus d'offrir des liquidités à un taux presque nul, la BCE a pris la décision de ne plus limiter le volume de liquidités que les banques peuvent obtenir à ce taux, et ce, dès 2008. Les marchés sont donc inondés de liquidités extrêmement bon marché.

Cette politique poursuit deux buts. Premièrement, elle reflète la volonté de la BCE d'encourager la reprise économique en offrant des conditions favorables au marché du crédit. Cette politique vise aussi, depuis récemment, d'éviter que les économies européennes ne tombent dans le piège de l'inflation, ce qui pourrait avoir de graves conséquences pour les économies de la zone euro, mais également pour l'économie mondiale.

5 Que peut-on attendre de la politique monétaire ?

En cas d'éclatement d'une bulle de prix, la politique monétaire a pour objectif de relancer l'économie en faisant baisser les taux d'intérêt. Cela peut sembler contradictoire, puisque l'abondance du crédit à taux faible est mise en avant comme une cause de formation des bulles de prix. De plus, rien ne semble fait pour éviter que de telles bulles se développent. Comment expliquer une telle politique des autorités monétaires ?

Cette politique fut notamment théorisée par Ben Bernanke et Mark Gertler⁹. Selon leurs travaux, les autorités monétaires ne devraient pas adapter – ou très peu – leur politique monétaire en fonction de l'existence d'une éventuelle bulle de prix. Elles doivent uniquement réagir lorsqu'une bulle de prix éclate en faisant baisser les taux d'intérêt afin de limiter l'impact négatif de cet éclatement de bulle sur l'économie et sur l'emploi.

Plusieurs arguments sont avancés pour justifier cette politique.

7 FRANCE INFLATION. Évolution des taux directeurs de la BCE. Disponible sur : <http://france-inflation.com/taux-directeurs-bce-fed.php> (consulté le 17/12/2014).

8 GLOBAL RATES. Aperçu des taux d'intérêt actuels. Disponible sur : <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-banks.aspx> (consulté le 17/12/2014).

9 BERNANKE B. and GERTLER M. « Should Central Banks respond to movements in asset prices ? ». *The American Economic Review*. Vol. 91 No.2 Papers and proceedings of the hundred thirteenth annual meeting of the American Economic Association (May, 2001), pp.253-257.

Premièrement, il est très difficile de mettre en évidence l'existence d'une bulle de prix ou même son ampleur, à supposer qu'elle existe. Un exemple proche de nous est celui du secteur immobilier belge. Il est régulièrement fait état de l'existence d'une bulle de prix dont serait victime le secteur de l'immobilier en Belgique. Les institutions internationales que sont l'OCDE et le FMI considèrent que les prix de l'immobilier sont largement surévalués en Belgique¹⁰¹¹ et qu'ils seraient même les plus surévalués parmi tous les membres de l'OCDE. Cependant, les professionnels de l'immobilier belge contestent l'existence d'une telle bulle de prix ou ne sont pas d'accord sur l'importance de celle-ci. Ainsi, l'OCDE avance une surévaluation du secteur de près de 60 % tandis que le gouverneur de la Banque nationale de Belgique, Luc Coene, avance plutôt un chiffre de 15 %¹².

Ensuite, le développement d'une bulle de prix peut prendre de nombreuses années. Une banque centrale ne peut évidemment pas ajuster sa politique monétaire – en augmentant les taux d'intérêt – pendant une si longue période pour combattre une bulle de prix sans même avoir de certitude quant à l'existence ou l'étendue de celle-ci.

De plus, la politique monétaire ne permet pas de cibler spécifiquement le marché qui serait victime d'une bulle. Une banque centrale peut influencer le niveau général des prix via sa politique monétaire, mais cela concerne l'ensemble des actifs et pas spécifiquement les actifs victimes d'une surévaluation. Or, ceux-ci ne représentent en général qu'une faible part du total des actifs.

Toutefois, remarquons que, si la bulle concerne un volume d'actifs suffisamment important pour contribuer au développement de l'économie et pousser la consommation au-delà de son niveau d'équilibre, alors cette bulle engendrera de l'inflation. La politique monétaire risque dès lors d'être plus restrictive – via une augmentation des taux d'intérêt – afin de faire revenir le niveau d'inflation à un niveau correspondant à l'objectif d'inflation poursuivi par la banque centrale. Par conséquent, cela contribue à limiter le développement de la bulle.

10 OCDE. Les prix de l'immobilier dans les pays de l'OCDE. Disponible sur :

<http://www.oecd.org/fr/eco/perspectives/priximmobilier.htm> (consulté le 17/12/2014).

11 GOFFIN J. « Faut-il craindre une bulle immobilière en Belgique ? ». Disponible sur :

http://www.lecho.be/monargent/immobilier/Faut_il_craindre_une_bulle_immobiliere_en_Belgique.9512666-1786.art (consulté le 17/12/2014).

12 CHAUDOIR R. « Marché immobilier belge : les prévisions pour 2014 ». Disponible sur :

<http://www.logic-immo.be/fr/nouvelles-immo/marche-immobilier-belge-previsions-2014-1321.html> (consulté le 17/12/2014).

Pour ces différentes raisons, l'approche adoptée par les banques centrales face au développement de bulles de prix consiste donc à ne pas crever les bulles. Elles choisissent plutôt de laisser celles-ci éclater et d'agir aussitôt pour limiter leur impact négatif sur l'activité économique. Pour ce faire, les banques centrales font baisser les taux d'intérêt afin de stimuler l'économie et de limiter les pertes d'emplois liées à l'éclatement de la bulle.

6 Conclusion

En raison de la financiarisation croissante des marchés et de la globalisation, l'éclatement d'une bulle de prix peut avoir un impact dévastateur sur l'économie mondiale, comme ce fut le cas à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière américaine. Le rôle de la politique monétaire est central dans cette problématique.

De plus, certains commentateurs¹³ accusent la banque centrale américaine de n'avoir pas suffisamment régulé les marchés financiers et, plus troublant, d'avoir fait gonfler la bulle immobilière en raison de la politique monétaire accommodante destinée à soutenir l'économie américaine consécutivement à l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000. Le débat sur le rôle de la politique monétaire face à la naissance et au développement de bulles de prix est donc plus que jamais d'actualité.

Dominique Kudas

Responsable scientifique : Olivier Jérusalmy

Décembre 2014

Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.

Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :

13 RAINGEARD O. « Les banques centrales sont-elles en train de créer de nouvelles bulles ? ». Disponible sur : http://www.lemonde.fr/argent/article/2014/09/15/les-banques-centrales-sont-elle-en-train-de-creer-de-nouvelles-bulles_4487706_1657007.html (consulté le 17/12/2014).

Finance et société :

Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.

Finance et individu :

Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires « classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.

Finance et proximité :

Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

Le Réseau Financité est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.