



Comment gérer au mieux les booms des prix d'actifs?

Giovanni Dell'Ariccia

Toutes les vagues de spéculation ne sont pas identiques — le choix des mesures appropriées dépend du mode de détention des actifs et de la nature des agents exposés à leur effondrement éventuel

LES BOOMS des prix d'actifs sont fréquents dans les économies de marché. L'un des premiers cas connus est la ruée sur la tulipe en 1637, aux Pays-Bas, qui a culminé avec la vente de contrats valant dix fois le revenu annuel d'un bon artisan. L'un des plus récents est la flambée de l'immobilier aux États-Unis, qui a duré dix ans et a déclenché la crise économique mondiale actuelle.

Mais tous ne sont pas identiques. Si certains sont allés de pair avec des crises et des turbulences financières, d'autres ont suscité la croissance et la constitution d'actifs à long terme, comme ce fut le cas de la vogue des chemins de fer dans les années 1840 en Grande-Bretagne. L'ampleur et la gravité de la crise actuelle ont relancé le débat sur l'opportunité de recourir à la politique économique face à une montée des prix des actifs et de l'endettement. Faudrait-il alors s'en remettre à la politique monétaire ou à des mesures réglementaires? Le budget aurait-il un rôle à jouer? Les économistes et les décideurs n'ont pas fini d'en débattre, mais on peut tirer quelques conclusions préliminaires.

Les booms basés sur l'endettement sont les plus dangereux

Ce n'est pas tant le boom en soi qui importe, mais la nature des détenteurs d'actifs et du risque, le mode de financement, et l'impact qu'un effondrement final pourrait avoir sur les institutions financières. En effet, la part de l'endettement dans le financement d'un boom ainsi que le degré d'implication des banques et

Maison inachevée dans le Maryland, aux États-Unis.

d'autres intermédiaires financiers déterminent les effets sur les bilans et sur l'offre de crédit en cas d'effondrement.

On l'a vu récemment, la chute est beaucoup plus dommageable quand les banques ont contribué au boom et quand les prix sont soutenus par des prêts d'institutions très endettées. En effet, lorsque les prix d'actifs diminuent, les bilans des emprunteurs, et donc ceux des banques, se dégradent (surtout si l'asymétrie des échéances est très répandue); d'où un gel du crédit qui peut gravement entraver l'activité. En période d'expansion, la valorisation des garanties facilite la distribution du crédit, laquelle entretient la hausse des prix. En phase de récession, ce peut être l'inverse : la dévalorisation des garanties freine le crédit et accentue la baisse (Kiyotaki and Moore, 1997).

En revanche, les booms dans lesquels l'endettement et la participation bancaire sont limités se dissipent souvent sans grand désordre économique. Ainsi, l'éclatement de la bulle Internet en 2001 a été suivi d'une récession relativement modérée. Les banques ont joué un rôle mineur dans ce boom. Si la chute des cours boursiers a eu un effet sur les patrimoines, elle n'a pas entraîné le type d'interaction négative entre la dégradation des bilans des emprunteurs et des prêteurs qui caractérise la crise actuelle. C'est pourquoi on n'a pas assisté, comme aujourd'hui, à un affaiblissement du système bancaire et de l'offre de crédit.

Supposons que les responsables estiment qu'un boom se développe dangereusement

et décident de l'interrompre avant qu'il perturbe l'économie réelle; de quels moyens disposent-ils?

Priorité à la stabilité macrofinancière

Le premier moyen est traditionnellement la politique monétaire. Mais les banquiers centraux étant prudents, la plupart sont peu enclins à utiliser les taux d'intérêt contre les booms des prix d'actifs. Ceux qui préfèrent ne pas intervenir soutiennent que les banques centrales doivent se concentrer sur l'inflation (et, si c'est leur mission, la croissance). Si les prix d'actifs peuvent fournir des informations utiles sur la situation économique (leur hausse rapide peut être un signe de tensions inflationnistes plus générales), ils ne doivent pas constituer eux-mêmes des cibles.

Cette opinion repose sur quatre arguments principaux :

- Le but de la politique monétaire est de maîtriser l'inflation.
- Il est difficile de déceler les booms des prix d'actifs.
- La politique monétaire risque d'être trop brutale.
- Une intervention officielle peut faire plus de mal que de bien.

La politique monétaire serait donc mieux à même de réparer les dégâts après l'éclatement d'une bulle que d'empêcher la formation de celle-ci.

Mais, comme le montre la crise actuelle, les cycles boom-effondrement peuvent coûter très cher. On constate aussi que les leviers traditionnels — baisse des taux d'intérêt et injection de liquidités — sont peu efficaces quand le système financier est sérieusement ébranlé. De plus, même s'il est difficile de reconnaître avec certitude les booms spéculatifs, on peut le faire plus facilement en se limitant aux épisodes où interviennent le crédit et le système bancaire. Qui plus est, même s'il est difficile de déceler les «mauvais» booms, on a peut-être intérêt à agir sur la base d'une appréciation subjective (comme pour l'inflation) s'il existe un vrai risque que l'inaction aboutisse à une catastrophe. Dans la mesure où l'apparition d'un risque systémique peut présager une forte récession et où la réglementation n'est pas en mesure de l'éliminer, les banques centrales ne peuvent se désintéresser des booms des prix d'actifs et du crédit. L'objectif de stabilité des prix doit s'inscrire au sein d'une mission plus large de stabilisation macrofinancière.

Mais la seule politique monétaire risque d'être trop brutale pour traiter efficacement les booms spéculatifs. Qui voudrait mettre un million de personnes au chômage parce que les banques sont trop endettées? De plus, en période de boom, le rendement anticipé des actifs est bien trop élevé pour être sensible à un changement marginal du taux d'intérêt. L'ouverture du compte de capital limite aussi l'efficacité des taux d'intérêt : les ménages et les entreprises désireux d'emprunter peuvent, par exemple, s'adresser à l'agence d'une banque internationale. C'est particulièrement vrai dans les petites économies ouvertes et dans les pays à système financier plus avancé, où les banques empruntent aisément en devises. Le resserrement monétaire est aussi susceptible d'attirer des capitaux étrangers et donc de renforcer la demande des actifs convoités.

Comme le principal risque découlant des booms est une vague de faillites bancaires, les mesures prudentielles et administratives constituent peut-être une solution mieux ciblée. Elles doivent donc être un élément essentiel d'une réaction intégrée des pouvoirs publics.

Améliorer la réglementation peut être utile

Les outils réglementaires existants ont l'inconvénient majeur de ne pas limiter la procyclicité des marchés financiers et l'excès d'endettement. Ils ont même l'effet contraire.

La réglementation prudentielle n'a généralement pas réussi à empêcher l'apparition d'un risque systémique en phase d'expansion et tend à aggraver les récessions. Elle oblige les banques à accroître leurs fonds propres en phase de récession au fur et à mesure que les risques augmentent, alors que le capital fait déjà défaut. Le système de notation interne de Bâle II contribue au problème, car les probabilités de défaillance sont contracycliques (Repullo, Saurina, and Trucharte, 2009). Il oblige les banques à réduire leurs prêts, ce qui accentue la récession.

Pour être efficace, la réglementation doit inciter les entreprises à lisser l'effet des chocs macroéconomiques. Mais les économistes et les décideurs ne s'intéressent que depuis peu à la conception de mesures prudentielles contracycliques efficaces.

Les autorités devraient envisager les éléments suivants (FMI, 2009) :

- **Adoption d'amortisseurs de chocs.** Des règles contracycliques de constitution de fonds propres et de provisions pour créances douteuses pourraient contribuer grandement à éliminer les booms spéculatifs.

- **Encadrement de l'endettement.** On pourrait ajouter aux obligations de fonds propres, pondérés en fonction des risques, des limites relativement simples, mais explicites, pour prévenir un endettement excessif en période d'expansion.

- **Limitation de la volatilité du crédit immobilier.** On pourrait imposer des plafonds contracycliques du ratio prêt/valeur du bien, lesquels pourraient être basés sur la croissance, la dynamique des prix des logements, le total des crédits en rapport avec l'immobilier, etc. Des règles plus strictes restreindraient la progression des prêts en devises non couverts.

- **Limitation des prises de risques.** On pourrait viser des sources spécifiques de risque en durcissant les règles d'éligibilité et de garantie applicables à certaines catégories de prêts ainsi qu'en plafonnant les engagements en devises.

- **Mesures visant à décourager les excès en matière de prêts et d'emprunts.** On pourrait supprimer les garanties de change implicites ou les incitations budgétaires pour certaines catégories de prêts et mener des campagnes de sensibilisation (Enoch and Ötker-Robe, 2007).

- **Surveillance des banques à problèmes.** Il faudrait enfin améliorer la capacité de l'économie à résister aux crises, en surveillant davantage les banques potentiellement fragiles et en demandant plus d'informations sur la gestion des risques. Il convient de rappeler qu'avant la crise, on croyait souvent que la titrisation avait transféré le risque hors du système bancaire.

La conception et l'application de ces règles ne seront pas faciles (voir «L'Europe sous pression», page 8), surtout dans un contexte de mondialisation. L'intégration financière réduit l'efficacité des mesures unilatérales, car les ménages et les entreprises peuvent contourner les restrictions en transférant leurs avoirs dans des places offshore ou dans les sociétés mères étrangères des banques.

Une coopération internationale accrue est évidemment nécessaire. Les mesures prises seront plus efficaces si les instances de contrôle oeuvrent ensemble à la suppression des échappatoires, en

s'opposant, par exemple, à la substitution de prêts étrangers directs à des prêts internes en devises. L'intégration croissante des systèmes financiers rendra indispensable ce type de coopération.

La solution fiscale contre les booms

Le dernier outil à la disposition de l'État est la politique budgétaire, qui est en mesure de contenir ces phénomènes. En réduisant la demande globale, un resserrement budgétaire peut empêcher l'apparition de déséquilibres. La fiscalité, en particulier, peut agir sur les prix d'actifs, mais c'est un instrument malaisé et la nécessité de s'en servir pour enrayer les booms ne fait pas l'unanimité.

Toutefois, la crise actuelle devrait inciter les États à un réexamen des mesures prises depuis longtemps pour favoriser l'endettement, comme l'autorisation de déduire les intérêts des prêts immobiliers. Même si beaucoup pensent que la politique budgétaire n'est pas responsable de la crise actuelle, les règles fiscales de nombreux pays ont manifestement conduit ménages et entreprises à beaucoup s'endetter, fragilisant peut-être la situation macroéconomique. La fiscalité a peut-être aussi influé sur le niveau, la hausse et la volatilité des prix d'actifs importants; il y a donc lieu de se demander si une politique fiscale discrétionnaire pourrait les faire baisser ou les soutenir. L'incidence des déductions fiscales dans l'immobilier en est une illustration.

Voies d'avenir

Parce qu'il est parfois difficile de déceler les prémices d'un boom et de s'y opposer efficacement, les autorités ont eu tendance à ne pas agir avec vigueur.

Les booms financés par les banques peuvent aboutir à des crises susceptibles de perturber l'offre de crédit, comme nous l'avons appris à nos dépens. Il est moins risqué de laisser d'autres

booms, par exemple sur les marchés boursiers, suivre leur cours. La leçon de la crise actuelle est claire : si un boom résulte de l'endettement auprès du système financier, les autorités doivent bien réfléchir avant d'opter pour l'inaction.

L'opportunité d'une intervention dépend du mode de financement du boom et de la localisation des risques. Lorsque l'endettement et la participation des intermédiaires financiers sont limités, les booms se terminent souvent sans grand dommage économique. Les risques sont supérieurs quand la hausse des prix d'actifs est alimentée par le crédit et quand le risque est surtout assumé par le système bancaire.

Un dosage des outils de politique économique est probablement le meilleur moyen de mettre fin à un dérapage. À l'avenir, la politique monétaire devra davantage tenir compte des booms des prix d'actifs et de la stabilité financière. Mais les autorités devront aussi recourir aux nouvelles mesures prudentielles souples destinées à limiter la procyclicité de l'intermédiation financière. ■

Giovanni Dell'Ariccia est chef de division adjoint au Département des études du FMI.

Bibliographie :

Enoch, Charles, and I. Ötker-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: International Monetary Fund).

FMI, 2009, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management" (Washington); <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>.

Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, p. 211-48.

Repullo, Rafael, Jesús Saurina, and Carlos Trucharte, 2009, "Mitigating the Procyclicality of Basel II"; ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf.

■ 2009 ■ ASSEMBLÉE ANNUELLE ■



QUAND : 3-5 octobre 2009

OÙ : Istanbul, Turquie

Pour plus de détails, veuillez contacter :
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, DC 20431, U.S.A.

Téléphone : (1) 202-473-3394

Télécopie : (1) 202-623-4004

Courriel : seminars@worldbank.org

Site web : www.worldbank.org/pos

Venez à

Istanbul

pour le programme de séminaires 2009

Faire réfléchir →

Établir un programme → Inspirer l'action

Le programme de séminaires vous permet de rencontrer des cadres influents du secteur privé du monde entier, des dirigeants de haut niveau des 185 pays membres et d'autres responsables dans les domaines du développement et de la finance, et d'engager un dialogue sérieux et constructif en vue de renforcer la coopération internationale.

Principaux thèmes pour 2009

- ◆ Crise mondiale et ripostes
 - ◆ La crise financière et les pauvres
 - ◆ Crise, reprise et réformes structurelles
 - ◆ Pays émergents d'Europe et d'Asie centrale
- ◆ Avenir du système financier international
 - ◆ Riposte à la crise et environnement
 - ◆ Rôles des secteurs privé et public après la crise