

## La valeur informative des prix des actifs financiers

*Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1998*

---

### Séance de clôture

#### Discussion générale

Selon David Laidler, il se peut que les marchés financiers puissent fournir aux banques centrales des données susceptibles de les aider à maîtriser l'inflation. Les bulles de prix des actifs, par contre, sont difficiles à déceler, et difficiles également à dégonfler. On peut toujours faire appel aux prêts de dernier recours de la banque centrale si les choses tournent vraiment très mal.

Laidler mentionne un autre aspect de la politique monétaire, à savoir son effet sur l'affectation intertemporelle des ressources. Une mauvaise politique monétaire peut entraîner des distorsions de l'épargne et de l'investissement. Selon ce courant de pensée théorique, la stabilité du niveau des prix assurée par la banque centrale ne suffirait pas à garantir la neutralité de la monnaie, et l'apparition de bulles financières serait un signe précurseur de telles distorsions. Leur apparition serait due au fait que la banque centrale n'accorde pas assez d'attention aux problèmes de coordination intertemporelle. Laidler signale que des résultats empiriques étayaient cet argument dans le cas des États-Unis des années 1920 et du Japon de la fin des années 1980.

Laidler recommande que l'on se reporte aux écrits de Hayek, Robertson et autres auteurs des années 1930. À son avis, un vague souvenir de ces écrits est à l'origine, en partie, de l'analyse que l'on fait de ces questions à l'heure actuelle.

Steve Poloz signale une incohérence entre ce que les banques centrales déclarent à propos des bulles financières et ce qu'elles devraient faire en présence de bulles — habituellement rien. Font exception les taux de change, auxquels les banques centrales prêtent beaucoup d'attention (davantage dans certains pays que dans d'autres).

Il reste que les cours des actions sont tout aussi difficiles à modéliser que les taux de change, de sorte que les bulles sont aussi difficiles à détecter sur les marchés boursiers que sur les marchés des changes. Poloz conclut qu'il faudrait peut-être accorder autant d'attention aux premiers marchés qu'aux seconds.

John McCallum dit avoir essayé d'établir une distinction entre les bulles boursières et les autres. Les premières peuvent être traitées avec une certaine insouciance car l'histoire nous enseigne que ce genre de bulle n'est pas très dangereux. Si, par contre, les prix de l'immobilier devaient monter en flèche parallèlement à une flambée des cours boursiers, la banque centrale serait davantage fondée à relever les taux d'intérêt.

Charles Freedman opère une distinction entre les taux de change et les cours boursiers à la lumière surtout de leurs effets sur la demande globale. Il est d'avis que la banque centrale doit réagir aux variations de prix des actifs qui exercent une forte influence sur la demande globale parce qu'elles ont de ce fait une incidence marquée sur l'inflation. D'après lui, les fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt ont un tel effet. Les variations des prix de l'immobilier ont peut-être une incidence plus prononcée sur les dépenses des ménages que celles des cours des actions. Toutefois, si une hausse des valeurs boursières devait entraîner une augmentation massive de la consommation, laquelle se répercuterait sur l'inflation future, il y aurait de toute évidence de quoi s'inquiéter. Dans les deux cas, cependant, ce n'est pas le prix de l'actif qui compte vraiment, mais son effet sur l'inflation future.

Freedman soulève un deuxième aspect du problème. Il arrive que la Banque du Canada se préoccupe des attentes à caractère extrapolatif et de leurs répercussions éventuelles. L'une des craintes suscitées par le taux de change, du moins dans le passé, était que les attentes à caractère extrapolatif qui prennent naissance sur le marché des changes ne se traduisent par la suite par une hausse des taux d'intérêt à moyen et à long terme.

Freedman fait valoir qu'une autre considération importante est le rôle de prêteur de dernier ressort. Si une bulle financière est alimentée par une forte croissance du crédit et que cette croissance augmente les risques auxquels s'exposent les banques à un point tel que tout le processus d'intermédiation se trouverait mis en péril par un ralentissement de l'économie, il peut y avoir lieu de s'inquiéter. Ce problème est toutefois du ressort des organismes de surveillance, et non des autorités monétaires. Il faut établir la différence entre les bulles de prix qui ont un effet macroéconomique, et donc un effet sur l'inflation, et celles qui risquent de poser un problème pour l'ensemble du système financier et pourraient nécessiter le recours aux crédits de dernier ressort. La deuxième catégorie de bulles n'est pas réellement du domaine de la politique monétaire; il s'agit plutôt d'un problème de nature prudentielle, qui concerne les autorités chargées de réglementer les banques.

Frank Milne souligne que les bulles financières n'ont pas de raison d'être dans les modèles à attentes rationnelles. Quant aux événements qui peuvent faire suite à un effondrement boursier, ils sont justifiés dans certains cas. À son avis, le danger présenté par l'apparition de bulles n'a pas été démontré.