

## **Règle monétaire et prix des actifs financiers : Revue de la littérature empirique**

## **Monetary rule and prices of financial assets: Review of the empirical literature**

**Hakima FASLY, (*Enseignante chercheure*)**

Laboratoire de recherche sur l'entrepreneuriat le management et la stratégie des organisations  
*Faculté des sciences juridiques économiques et sociales de Mohammedia*  
*Université Hassan II de Casablanca, Maroc*

**Ali LEMKHANTAR, (*Doctorant chercheur*)**

Laboratoire de recherche sur l'entrepreneuriat le management et la stratégie des organisations  
*Faculté des sciences juridiques économiques et sociales de Mohammedia*  
*Université Hassan II de Casablanca, Maroc*

|                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Adresse de correspondance :</b>  | Faculté de Sciences Juridiques, Economique et Sociales, Mohammédia<br>Téléphone : 05233-14682                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Déclaration de divulgation :</b> | Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Conflit d'intérêts :</b>         | Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Citer cet article</b>            | FASLY, H., & LEMKHANTAR, A. (2023). Règle monétaire et prix des actifs financiers : Revue de la littérature empirique. International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, 4(5-1), 175-186.<br><a href="https://doi.org/10.5281/10.5281/zenodo.10000567">https://doi.org/10.5281/10.5281/zenodo.10000567</a> |
| <b>Licence</b>                      | <b>Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND</b>                                                                                                                                                                                                                                                                      |

*Received: July 03, 2023*

*Accepted: October 11, 2023*

## Règle monétaire et prix des actifs financiers : Revue de la littérature empirique

### Résumé :

L'objectif du présent article est d'entourer la littérature empirique et d'analyser les différents travaux théoriques qui se sont intéressés à l'attitude des banques centrales face aux déviations excessives des prix des actifs financiers de leur valeur d'équilibre. L'importance de cette thématique découle de l'importance de la stabilité des marchés financiers dans la stabilité macro prudentielle et économique d'une part d'autre part, toute action de la part des autorités monétaires face aux mouvements des prix des actifs financiers nécessite des prérequis d'ordre théorique et conceptuel qui se relatent principalement à la détermination de la valeur d'équilibre des prix des actifs et à l'identification de la nature des chocs derrière ces mouvements.

Le croisement des écrits sur cette thématique nous permet de conclure que l'efficacité des interventions des banques centrales s'appuie principalement sur les concepts de crédibilité et de transparence et que les coûts de non-intervention pèsent beaucoup plus que les coûts d'ajustement avant crises. Aussi les variables mises en œuvre pour basculer du régime de l'intervention vers le régime de l'observation restent ambiguës. En synthèse, les études empiriques sur l'efficacité du ciblage des prix des actifs sont mitigées. Il est difficile de mesurer l'impact direct de la politique monétaire sur les prix des actifs, et les résultats varient en fonction du contexte économique.

**Mots clés :** prix des actifs financiers, règle monétaire

**Classification JEL :** G0, G1

**Type d'article :** recherche théorique

### Abstract:

The objective of this article is to surround the empirical literature and to analyze the various theoretical works which have been interested in the attitude of central banks in the face of excessive deviations of the prices of financial assets from their equilibrium value. The importance of this theme stems from the importance of financial market stability in macroprudential and economic stability, on the one hand, and on the other hand, any action by the monetary authorities in the face of movements in the prices of financial assets requires theoretical and conceptual prerequisites which mainly relate to the determination of the equilibrium value of asset prices and the identification of the nature of the shocks behind these movements.

The crossing of writings on this theme allows us to conclude that the effectiveness of central bank interventions is mainly based on the concepts of credibility and transparency and that the costs of non-intervention weigh much more than the costs of adjustment before crises. Also, the variables implemented to switch from the intervention regime to the observation regime remain ambiguous. In summary, empirical studies on the effectiveness of asset price targeting are mixed. It is difficult to measure the direct impact of monetary policy on asset prices, and results vary depending on the economic context

**Keywords:** financial asset prices, monetary rule,

**JEL classification:** G0, G1

**Paper Type :** Theoretical Research

## Introduction

La théorie financière est riche des débats théoriques qui questionnent l'attitude des banques centrales face aux déviations excessives des prix des actifs financiers et aux différents dysfonctionnements observés sur les marchés financiers émergents et développés. L'histoire de la conduite de la politique monétaire distingue entre les réactions mesurées face aux mouvements des prix des actifs financiers et la pure observation par certaines banques centrales qui intègrent ces derniers dans l'indice général des prix globaux observés. Les ardents défenseurs de la nécessité du ciblage des prix des actifs financiers dans les règles monétaires avancent la dimension de la valeur informationnelle contenue dans les cours et qui guide la décision des autorités monétaires, ainsi que les délais d'ajustement relativement longs et variables de la politique monétaire aux variables réelles Alchian et Klein (1973). Les opposants à l'intégration des prix des actifs financiers dans la fonction de réaction des banques centrales argumentent par les difficultés d'ordre méthodologique et conceptuel de la valeur d'équilibre des prix des actifs financiers, à partir de laquelle, l'intervention des banques centrales devient une nécessité, ainsi que les difficultés liées à la détermination de la nature des chocs financiers. Cette controverse théorique s'enracine dans les débats théoriques, autour de l'efficacité du régime de la politique monétaire adoptée, qui opposaient principalement deux régimes de politique monétaire qui se succèdent depuis les années 1970 et alternent entre règles monétaires et discrétion avant d'être, tous, remis en cause suite à l'avènement de la crise financière de 2007, qui a conduit les principales banques centrales à mettre œuvre des politiques monétaires appelées communément « politiques non conventionnelles ». Cette dernière remet en cause le cadre dominant et fait resurgir le concept de la stabilisation financière défini par la séparation entre politique monétaire et politique de stabilité financière, principe longtemps affirmé par les banques centrales.

Cependant ces débats n'ont jamais tranché en faveur de la suprématie d'un régime aux dépens de l'autre. En effet, si le régime de règle monétaire domine depuis les accords de « Bretton Woods » basés sur l'étalon Or, la discrétion a constitué la norme des politiques monétaires depuis son effondrement au milieu des années 1970 et a alimenté des spirales inflationnistes qui entachent la crédibilité des banques centrales Barro et Gordon (1983)

Ce corpus théorique guide les autorités monétaires dans le processus d'optimisation des effets des décisions monétaires et leurs transmissions à l'économie réelle en s'appuyant sur les concepts de transparence et de crédibilité. Une banque centrale est crédible et transparente dans la conduite de la politique monétaire si ses objectifs sont clairement définis dans le cadre d'une règle monétaire et n'affectent pas les anticipations des investisseurs. Tandis qu'une politique monétaire discrétionnaire a peu de chance d'être qualifiée de transparente du fait qu'elle se traduit par des actions et des interventions ponctuelles appropriées à la situation et à l'horizon temporel estimé.

Toutefois et afin de réconcilier entre les objectifs de stabilité des prix et les objectifs de croissance économique, les banques centrales sont appelées à pallier les soucis d'inflation, le cadre d'incertitude dans lequel la politique monétaire est mise en œuvre et les décalages temporels d'ajustement qui constituent, tous, des externalités pour les investisseurs et rendent les anticipations difficiles à prévoir.

Ainsi, pour éviter que la politique monétaire n'augmente les incertitudes et que sa prévisibilité contribue à compenser les aléas de l'environnement économique, les banques centrales sont amenées à augmenter leur crédibilité auprès des intervenants par l'adoption d'une politique monétaire basée sur des règles clairement définies, du moment que les objectifs de croissance et de stabilité des prix sont économiquement contradictoires et que le recours à la discrétion ne permet pas de les réaliser ensemble.

La succession des crises financières et les effets systémiques sur les économies internationales poussent les banques centrales à repenser les motivations de ciblage et d'intégration des mouvements des prix des actifs financiers dans les fonctions de réactions afin de garantir l'efficacité des politiques monétaires dans la réalisation de la stabilité et de la croissance.

Dans ce contexte, un groupement d'économistes dont J. Taylor (1993) a construit les soubassements théoriques à la conception de règles capables de minimiser au maximum le recours à la discrétion. Il s'agit de ce qui est communément appelé règle de Taylor qui est équation simple, représentative de la conduite de la politique monétaire de la Fédéral réserve en la reliant à deux variables de base qui sont l'inflation courante et l'écart de production. Augmentée par la suite aux prix des actifs financiers, la règle de Taylor constitue une description de la manière avec laquelle les banques centrales réagissent aux fluctuations de certaines variables économiques clefs, au cours d'une période donnée.

Le présent article synthétise la littérature empirique narrative qui traite l'intérêt du ciblage des prix des actifs financiers et les réactions correctives adoptées par les banques centrales. Le sujet divise la communauté scientifique entre les tenants et les opposants du ciblage des prix des actifs financiers.

## **1. Cadre conceptuel**

L'attitude des banques centrales en réaction aux déviations excessives des prix des actifs sur les marchés financiers, empreinte un référentiel théorique qui s'appuie principalement sur trois théories monétaires qui font le socle auquel s'adosse les actions de la conduite des politiques monétaires, à savoir la théorie du ciblage de l'inflation, la théorie de la règle monétaire et la théorie récente de la politique monétaire non conventionnelle.

### **1.1. La théorie du ciblage de l'inflation**

La théorie du ciblage de l'inflation est une approche de politique monétaire qui consiste à fixer un objectif d'inflation explicite et à ajuster la politique monétaire pour atteindre cet objectif. L'idée est de maintenir l'inflation à un niveau stable et bas, ce qui est considéré comme bénéfique pour l'économie en général. Cette approche vise à éviter les fluctuations excessives de l'inflation, qui peuvent perturber les marchés financiers et l'économie réelle. La stratégie de ciblage ne repose pas uniquement sur l'annonce d'une cible d'inflation, mais, dans sa conception la plus large, repose sur trois piliers fondamentaux à savoir l'assignement d'une cible chiffrée de l'inflation, de détermination d'un horizon temporel pour l'atteinte de l'objectif et l'abandonnement de tout objectif intermédiaire tel que les agrégats monétaires. La stratégie de ciblage de l'inflation exige également les volets de crédibilité, de transparence et de communication envers les acteurs des marchés financiers et le public en général. La banque doit publier ses prévisions d'inflation et d'activité, ainsi que les modèles qui ont servi à leur construction. Chose qui aide les acteurs économiques à formuler des prévisions et d'anticiper l'orientation future de la politique monétaire, Svensson (1997)

Plusieurs banques centrales à travers le monde ont adopté le ciblage de l'inflation comme stratégie de politique monétaire. Les pays qui ont mis en œuvre cette approche ont généralement réussi à maintenir une inflation stable et modérée. Dans ce sens, la banque centrale de la Nouvelle-Zélande et du Canada sont les premières banques à adopter une politique de ciblage de l'inflation (PCI) respectivement depuis les années 1990 et 1991. L'objectif est de maintenir le taux de l'inflation inférieur à 2 %, avec une fourchette de tolérance de 1 % à 3 % pour le Canada. Durant la décennie 1990 les principales banques centrales à savoir le Reserve fédéral, la banque centrale européenne et la banque du Japon, Suède (1993), Australie (1993) et Islande (2001), vont se lancer soit de manière officielle ou implicite dans un processus de ciblage de l'inflation et des niveaux qui ne dépassent pas le seuil de 2%. La PCI qui vise la stabilité des

prix, la transparence de la politique monétaire, et la communication claire des objectifs aux marchés et au public, varie d'une banque centrale à l'autre en fonction de la structure économique et des priorités nationales.

L'engouement des pays, notamment émergents, envers le régime de ciblage de l'inflation s'explique par la succession des crises de change et périodes d'inflation excessive qui ont perturbé les économies et les systèmes financiers des pays latino-américains, de la Turquie et la Russie durant les années 1990-2000. Le ciblage d'inflation leur apparaissait alors la solution la plus à même de restaurer relativement rapidement la crédibilité de leur politique monétaire et de contenir efficacement les tensions inflationnistes.

La priorité à la stabilité des prix, ne signifie cependant pas que l'activité économique est négligée. En effet, cette stratégie monétaire laisse une marge de manœuvre raisonnable à la banque centrale pour lui permettre de réguler l'activité économique, qui est tributaire de l'horizon pour la réalisation de l'objectif d'inflation. Le ciblage de l'inflation constitue pour une position intermédiaire entre la discrétion absolue, source d'incohérence temporelle et génératrice d'un surcroît d'inflation et l'application rigide d'une règle monétaire Svensson (2002), Bernanke et Mishkin (1997)

De même, une stratégie de ciblage de l'inflation n'interdit pas à la banque centrale de s'intéresser aux déséquilibres macro-financiers Frankel (2012).

La réussite de la PCI nécessite la réalisation de certains prérequis économiques, financiers et institutionnels. Les carences institutionnelles et l'autonomie nuancée des banques centrales constituent des facteurs de nuisance et de blocage de la conduite de la politique monétaire notamment dans les pays émergents. De plus les conditions macroéconomiques et financières jouent pleinement dans la réussite de la politique de ciblage de l'inflation, il vient en premier rang une politique budgétaire saine et équilibrée, un système bancaire et financier résilient et un niveau d'inflation modéré Masson et al. (1997), Schaechter et al. (2000), Amato et Gerlach (2002), Truman (2003), Mishkin (2004).

### **1.2. La théorie de la règle monétaire**

La politique monétaire joue un rôle crucial dans la stabilité économique d'un pays. Depuis des décennies, les économistes ont exploré différentes approches pour guider la politique monétaire de manière à minimiser l'incertitude et à promouvoir la stabilité économique. L'une de ces approches, connue sous le nom de théorie de la règle monétaire, préconise l'adoption de règles fixes pour la conduite de la politique monétaire, au lieu de la discrétion et l'instabilité dans la prise des décisions par les banques centrales. Cette théorie a suscité un débat continu dans la littérature économique et a des implications profondes pour la gestion de la politique monétaire. Cette théorie a été popularisée par l'économiste Milton Friedman dans les années 1960.

La théorie de la règle monétaire trouve ses fondements dans deux principes essentiels, qui sont la prévisibilité et la stabilité des prix. En effet, la théorie soutient que les acteurs économiques prennent des décisions plus efficaces lorsque la politique monétaire est prévisible et que les règles sont claires. Cette prévisibilité réduit les incertitudes liées aux taux d'intérêt et à l'inflation, favorisant ainsi l'investissement et la croissance économique. Aussi le maintient l'inflation à des niveaux bas et constants, qui visent à prévenir les perturbations économiques et à promouvoir la confiance des consommateurs et des investisseurs.

Les débats théoriques autour de la règle monétaire se fondent généralement par opposition à la discrétion de la politique monétaire, et évoquent deux principes majeurs qui sont à la base de la tenue de la politique monétaire en l'occurrence la transparence et la crédibilité des autorités monétaires. En effet, une politique monétaire discrétionnaire réalise difficilement la condition de transparence, tandis qu'une politique monétaire fondée sur l'application d'une règle, clairement annoncée, a plus de chances d'apparaître comme transparente pour les agents

économiques. La transparence renforce en conséquence la crédibilité des autorités monétaires auprès des acteurs.

La littérature empirique distingue deux types de règles monétaires : simple et activiste. La règle simple prévoit un taux de croissance constant d'un agrégat monétaire - ou un taux de croissance en fonction d'une tendance temporelle exogène - quels que soient les événements qui affectent l'économie. Ce type de règle a été recommandé notamment par Milton Friedman dès les années 1950.

La règle activiste ou contingente consiste à prévoir une règle dépendante des circonstances économiques et financières, et réagit à ces changements par l'adoption d'une politique monétaire souple et peu discrétionnaire. La dépendance de la règle monétaire activiste interpelle une question fondamentale, à savoir la consistance temporelle de la politique économique évoquée initialement par Kydland et Prescott (1977) qui questionne de son tour la crédibilité de la banque centrale. En effet une politique monétaire optimale pour une période donnée peut ne pas, suite à des événements externes, être optimale dans une seconde période. La ré-optimisation, suite à une nouvelle information, contribue à la perte de la crédibilité des autorités monétaires.

### **1.3. La théorie de la politique monétaire non conventionnelle**

La politique monétaire non conventionnelle, qui englobe des mesures telles que l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt négatifs, a été au centre des débats économiques depuis la crise financière de 2008. En effet, devant l'inefficacité des mesures de la politique monétaire standard, les banques centrales des économies développées se sont engagées dans des politiques monétaires dites non conventionnelles (PMNC), qui répondent au dysfonctionnement dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, aggravée par la dégradation du système bancaire, et qui permettent de surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt (zero lower bound) dans un environnement de faible croissance et d'inflation très basse

Les taux d'intérêt négatifs et l'assouplissement quantitatif constituent les deux principaux instruments de la politique monétaire non conventionnelle.

#### **1.3.1. La politique des taux d'intérêt négatifs**

Les taux d'intérêt négatifs sont une politique monétaire non conventionnelle dans laquelle les banques centrales fixent les taux directeurs en dessous de zéro. Cela signifie que les institutions financières doivent payer pour déposer de l'argent auprès de la banque centrale plutôt que de recevoir des intérêts, et que les emprunteurs peuvent théoriquement être payés pour emprunter de l'argent. Cette politique a été adoptée par plusieurs banques centrales dans le monde depuis la crise financière mondiale de 2008. Au Danemark, dans la zone euro, au Japon, en Suède et en Suisse, les banques centrales ont opté pour ces politiques en réponse à des taux d'inflation obstinément inférieurs aux objectifs. Elles ont réagi également à un niveau très faible du taux d'intérêt réel neutre (auquel la politique monétaire n'entraîne ni contraction ni expansion).

L'avantage des taux d'intérêt négatifs réside dans la stimulation des crédits octroyés aux entreprises et aux ménages, qui augmentent la demande effective et la consommation. Ils contribuent également à baisser les taux d'intérêt à long terme, ce qui encourage l'investissement dans des projets à horizon suffisamment longs. Les taux d'intérêt négatifs cependant, la politique des taux négatifs a suscité des craintes d'éventuels effets pervers, principalement ceux liés à la stabilité financière, en raison de la baisse de rentabilité des banques, et ceux en relation avec la désorganisation du fonctionnement des marchés financiers et des fonds communs de placement monétaires. La raison est que les taux d'intérêt négatifs génèrent des coûts directs pour les banques et les empêchent de dégager des marges. Cette politique présente une limite majeure du fait qu'elle peut être perçue comme une politique non-conventionnelle utile en temps de crise, mais qui n'est pas appropriée à devenir la norme.

### **1.3.2. L'assouplissement quantitatif**

L'assouplissement quantitatif, également appelé "quantitative easing" en anglais, est une politique monétaire non conventionnelle qui a vu le jour après la crise financière de 2008. Elle se caractérise par l'achat d'actifs financiers, tels que des obligations d'État ou des titres adossés à des créances hypothécaires, par une banque centrale. Cette politique a été conçue pour contrer les effets dévastateurs de la crise et stimuler l'économie en augmentant la masse monétaire.

Les objectifs assignés à cet instrument varient entre la stimulation de l'économie par abaissement des taux d'intérêt à long terme, ce qui encourage l'emprunt et l'investissement et le maintien de la stabilité des prix en luttant contre la déflation. Il contribue également à la stabilité financière en réduisant les risques systémiques.

À travers ce mécanisme, l'achat d'actifs financiers par la banque centrale permet d'injecter de la liquidité dans le système financier, ce qui augmente la masse monétaire en circulation. L'assouplissement quantitatif constitue un principal canal de transfert de la politique monétaire dans la mesure où il réduit les taux d'intérêt à long terme, ce qui encourage l'emprunt pour l'investissement et le crédit à la consommation. Il peut également déprécier la monnaie nationale, stimulant ainsi les exportations. Enfin, il renforce la confiance des investisseurs et des consommateurs, favorisant la reprise économique.

Bien qu'elle permette une reprise de la croissance et une sortie de la crise économique et financière, cette politique génère des implications à long terme liée à la normalisation de la politique monétaire et au retour aux mesures conventionnelles. En effet, les banques centrales doivent gérer avec précaution le retrait progressif de leurs mesures non conventionnelles pour éviter des perturbations sur les marchés financiers et l'économie.

## **2. Revue de la littérature empirique**

La politique monétaire s'assigne comme principaux objectifs, la stabilité des prix et la soutenabilité de la croissance économique. Ces deux objectifs peuvent être élargis à la stabilité des prix des actifs financiers, comme objectif intermédiaire, dicté par des préoccupations prudentielles, d'efficience et de stabilité des marchés. Toutefois, en périodes d'équilibres et de fonctionnement normal des mécanismes économiques, les objectifs de la politique monétaire sont atteints par la manipulation des instruments monétaires conventionnels qui visent le maintien du trend haussier de la croissance et la maîtrise de l'inflation autour de sa valeur cible. Toutefois en cas de récession économique, ou de crises financières, marquées par un écart des prix des actifs de leur valeur d'équilibre, la question de réaction des banques centrales aux prix des actifs se pose avec acuité et acquiert la réponse à deux questions d'ordre théorique relatives à la détermination de la valeur d'équilibre des prix des actifs et à l'intérêt du ciblage de ces prix dans la fonction cible de la banque centrale.

Cependant les études empiriques qui se sont intéressées à la relation de la politique monétaire et les prix des actifs financiers, révèlent que certaines décisions de la politique monétaire destinées à priori, à juguler l'inflation ou relancer la croissance économique, alimentent respectivement des atonies ou des bulles spéculatives sur les marchés boursiers. Certains auteurs tentent d'éclairer, à l'aide des études empiriques, l'intérêt pratique et factuel accordé au ciblage des prix des actifs financiers dans les règles monétaires, ainsi que les difficultés d'ordre théorique, rencontrées par les banques centrales et qui consistent à la détermination des prix d'équilibre des actifs financiers et les seuils de déviation tolérables par rapport à la valeur fondamentale.

La littérature sur la question de la prise en compte des mouvements de prix d'actifs par les banques centrales a connu un virage intéressant avec la contribution de Bordo & Jeanne (2002). Selon ces auteurs, cette problématique marque l'inadéquation d'une règle monétaire figée. Car

lorsque les autorités monétaires identifient et cherchent à enrayer un déséquilibre financier, elles doivent arbitrer entre un petit sacrifice de croissance et d'inflation aujourd'hui (en termes de variance), contre l'assurance de ne pas avoir à endurer un crédit Crunch demain. Suivant cette logique, les auteurs affirment que les banques centrales ont deux possibilités. D'une part, elles peuvent adopter une politique réactive, conforme à une règle de Taylor standard. D'autre part, elles peuvent privilégier une politique préventive, plus agressive que celle dictée par la règle de Taylor standard, et intégrant dans son champ de réaction certaines variables réelles ou financières pertinentes (cours boursiers, crédit, spread de taux...). En somme, la politique monétaire devrait répondre à des changements de régime. Toutefois l'étude de Bordo & Jeanne reste ambiguë sur les facteurs devant conduire au basculement d'un régime à un autre.

Le cadre conceptuel de référence d'analyse de la relation entre la règle monétaire et les prix des actifs financiers se définit par rapport à la fonction de réaction des banques centrales qui cadre les objectifs, les variables et les valeurs cibles de la politique monétaire. Aussi les études qui prônent le ciblage des prix des actifs par la politique monétaire le font sous une hypothèse centrale qui consiste en la capacité des autorités monétaire à déterminer avec précision la valeur fondamentale des actifs à partir de laquelle l'intervention devient une nécessité.

L'influence des variables monétaires (taux intérêt, crédits, liquidité bancaire, inflation anticipée) sur les prix des actifs financiers est théoriquement fondée, et suscite en plus deux grandes questions ou préoccupations pour les banques centrales, auxquelles plusieurs études ont tenté de répondre. En effet les autorités monétaires se demandent, si la politique monétaire devrait prendre en compte l'évolution des prix des actifs financiers dans leurs objectifs finaux ou dans ce qui est communément appelé fonction de réaction des banques centrales augmentées aux prix des actifs financiers, ou se contenter uniquement au ciblage de l'inflation et de l'out put gap. La deuxième question se rapporte à la correcte évaluation des prix des actifs financiers, et interpelle une approche normative des prix des actifs substituant l'évaluation individuelle de la banque centrale à l'évaluation du marché.

Les résultats, parfois moins concluants, des études empiriques qui se sont intéressées à la question de l'intérêt d'un ciblage des prix des actifs, mettent les banques centrales devant le dilemme de laisser filer une croissance soutenue des cours boursiers, au risque de leur effondrement à moyen terme, ou appliquer une politique monétaire restrictive qui s'avère coûteuse, à court terme, pour la croissance et l'inflation. C'est dans cette option que les contributions de Kent et Lowe (1997) et Bordo et Jeanne (2002) recommandent des réactions préventives de la politique monétaire.

L'intégration des prix des actifs financiers, dans la fonction de réaction des banques centrales, est une question qui préoccupe la communauté des économistes, financiers et banquiers centraux, les arguments des uns et des autres évoquent la valeur informationnelle contenue dans les prix des actifs financiers en tant que canal de transmission de la politique monétaire. L'effet néfaste d'une instabilité sur l'économie réelle dans son ensemble et sur la stabilité macro-économique et financière qui rend l'économie plus sensible aux cycles financiers.

Cette question requiert un préalable d'interaction entre le Produit Intérieur Brut réel, l'inflation et les prix des actifs financiers, et nécessite également une mesure et une identification des canaux de transmission des effets de la politique monétaire à la sphère réelle, et ce, pour pouvoir identifier et neutraliser les éventuels chocs financiers et évaluer correctement les prix des actifs financiers.

Pour Alchian et Klein, (1973) un portefeuille d'actifs financier représente un pouvoir d'achat différé dans le temps, qui peut influencer la tendance des prix futurs et la valeur informationnelle des prix des actifs financiers justifie leur intégration dans les objectifs finals de la politique monétaire.

Certains auteurs conditionnent le ciblage des prix des actifs par la banque centrale à l'identification de la nature du choc financier, en cas de choc d'offre inhérent à un

développement technologique, l'intervention de la banque centrale n'est pas justifiée, mais peut nuire au fonctionnement des mécanismes économiques Poole (1970) et Durre (2001) dans tels cas les augmentations des cours boursiers sont le résultat des dividendes futurs anticipés.

De ce qui précède l'intervention de la banque centrale ne doit pas être systématique du fait du rôle rééquilibrant que jouent les prix des actifs. En cas de choc d'offre par effet de richesse, l'augmentation des prix des actifs financiers permet un ajustement de la demande à l'offre par l'effet de la demande agrégée, mais en cas de choc de demande alimenté par une bulle, l'augmentation des prix des actifs financiers exerce des pressions inflationnistes, que la banque centrale doit juguler. Cet arbitrage est d'autant plus difficile en l'absence de méthodes permettant de déterminer, en temps réel, la nature du choc exercé sur les prix des actifs financiers.

En plus des difficultés liées à l'identification de la nature des chocs derrière les déviations des prix des actifs financiers, les banques centrales sont également tenues de pouvoir être capables d'identifier les bulles financières et les différencier des déviations subséquentes aux changements dans les fondamentaux. Cependant la théorie financière n'a pas jusqu'ici produit des modèles infaillibles de jugement, en temps réel, et de détection des bulles financières Cogley, (1999) Okina et Shiratsuka, (2003). Nuance faite de certaines tentatives d'approximation et d'estimation de l'existence des bulles, qui utilisent la valeur du Price Earning Ratio en déconnexion avec les revenus des dividendes actualisés Artus, (2003).

En dépit des difficultés liées à l'évaluation correcte des prix des actifs financiers, jugées en même temps comme activité complexe et indispensable à toute intervention Genberg et Wadhwani (2003), plusieurs auteurs recommandent l'intégration des prix des actifs dans les règles monétaires suivies par les banques centrales.

Filardo, (2001) recommande aux banques centrales d'intégrer les prix des actifs financiers dans une fonction de réaction augmentée, et de réagir aux déviations des prix, même en cas d'incapacité de disséquer la composante bulle spéculative de la composante fondamentale, pour lui une banque centrale peut toujours se satisfaire d'une réaction face aux déviations des prix des actifs (signal bruité). Filardo justifie sa recommandation par la maîtrise des variances de l'inflation et de l'out put gap.

Plusieurs études empiriques tentent de modéliser les règles monétaires intégrant les prix des actifs financiers dont principalement le modèle de Bernanke-Gertler-Gilchrist (BGG).

Le modèle établi par BGG est empiriquement classé comme modèle de référence de la question d'intégration des prix des actifs financiers dans la fonction cible de la banque centrale. Dans une étude réalisée sur la politique monétaire de la réserve fédérale, les auteurs BGG conçoivent un modèle comparatif, qui permet à la réserve fédérale de comparer les effets stabilisateurs de deux règles monétaires, l'une consistant dans un premier temps à ne cibler qu'un objectif inflationniste et en deuxième temps intégrer également les prix des actifs financiers. Dans les deux cas, une cible de l'out put gap est exclue.

Le résultat auquel sont parvenu est concluant uniquement en cas où la banque centrale réagit à l'inflation dans le cas d'une bulle, et sous une politique monétaire de rigueur, dans ce cas le rehaussement du taux permet de modérer, de manière considérable, les effets de la hausse puis de l'effondrement des prix des actifs. L'anticipation de relèvement du taux, en cas de hausse de l'out put gap ou de l'inflation, est suffisante pour endiguer l'euphorie et stabiliser l'inflation et l'activité.

Cependant, les résultats de simulation du modèle paraient moins probants, lorsque la banque centrale répond explicitement aux prix des actifs, sous la forme d'une politique monétaire accommodante. En effet, l'anticipation d'une hausse des taux d'intérêt fait baisser la valeur fondamentale du capital, plus que la stimulation de la bulle, ce qui se traduit par une baisse de l'out put gap Bernanke et Gertler (1999).

De ces faits Bernanke et Gertler (1999) se montrent hésitants sur les règles augmentées des prix d'actifs. Une politique de ciblage d'inflation sans référence explicite aux prix d'actifs constituerait une meilleure stratégie. Cette stratégie permet de dispenser les autorités monétaires de la recherche de la nature des chocs, et d'accompagner les chocs de productivité sans brider la croissance. Enfin, elle suffit pour contrer les mouvements purement spéculatifs qui affectent la demande, puisque les effets inflationnistes d'une bulle sont normalement intégrés dans les anticipations de la banque centrale (par agrégation des prix). Ce qui, in fine, permet aux auteurs de conclure que les réactions explicites aux prix d'actifs n'apporteraient donc aucun bénéfice en soi.

Fuhrer et Moore (1992), rejoignent l'avis de BGG, ils avancent un effet de circularité qui fait que le ciblage des prix des actifs perd de son efficacité du fait que « toute régularité statistique tend à s'effondrer une fois l'attention portée dessus dans un but de contrôle. » loi de Goodhart. En outre, Woodford (1994), Bernanke et Woodford (1997) et Bullard et Schaling (2002) démontrent que, sous certaines conditions, une telle stratégie peut conduire à l'existence d'une multiplicité d'équilibre immanant aux difficultés de détermination de la valeur optimale du coefficient des prix des actifs dans la règle monétaire et au risque d'instabilité qui grandit avec. Ils défendent, de ce fait, avec insistance, les avantages pratiques d'une cible d'inflation stricte. Les auteurs argumentent également que moins les autorités sont en mesure de jauger précisément l'impact des prix d'actifs, et plus le risque de réagir à mauvais escient est important. Il en découle qu'une cible de prix d'actifs ne permet pas d'épauler la banque centrale dans son objectif de stabilité macroéconomique. De plus, la méconnaissance des effets des mouvements des prix des actifs s'ajoute aux erreurs de jugement d'autant plus que leur impact n'est pas linéaire et dépend d'un grand nombre de facteurs, tels que les anticipations privées, la santé financière des agents, la crédibilité et l'orientation de la politique monétaire.

En désaccord avec la lignée de BGG, qui supposent que la banque centrale réagit par rapport à la valeur nominale du marché (composante fondamentale plus la composante bulle), Cecchetti et al. (2000b) examinent le cas où la banque centrale réagit uniquement en réponse à la bulle, et montre que le ciblage des prix des actifs est indispensable quel que soit les préférences de la banque centrale. Mais la grande difficulté au sens de Cecchetti est le doute en la capacité de la banque centrale à identifier la composante bulle, ce ciblage permet de réduire la fonction de perte, mais à des propositions très faibles. Ses résultats restent moins concluants que ceux des auteurs BGG en avançant : « ***In fact, the overall lesson of our numerous simulations is that you have to work very hard to find a case in which policy should not react to asset prices in the presence of a bubble*** » proposition traduite ainsi « En fait, la leçon globale de nos nombreuses simulations est qu'il faut travailler très dur pour trouver un cas dans lequel la politique ne devrait pas réagir aux prix des actifs en présence d'une bulle ».

Gilchrist et Leahy ;(2002), recommandent aux banques centrales que le ciblage des prix des actifs n'est pas nécessaire face aux épisodes d'exubérances irrationnelles, synonymes de divergence d'anticipations entre le secteur privé et la banque centrale. Le ciblage est sans effet pour contrer l'appréciation inhérente des cours boursiers. Les auteurs conseillent uniquement une cible agressive de l'inflation qui suffit à stabiliser l'activité et la montée des prix.

En résumé, les auteurs partagent un avis fédérateur qui fait que la meilleure politique monétaire est celle dictée par une règle agressive envers l'inflation, avec cible de l'output Gap, mais sans référence directe aux prix d'actifs. S'appuyant également sur le modèle BGG, ils argumentent pour cela que le seul ciblage de l'inflation favorise l'émergence d'un environnement macroéconomique stable qui profite à la stabilité financière. Cet avis est partagé également par Gertler (1998), Cassola et Morana (2002) et par Okina et al. (2000), qui mettent en avant la stabilité macroéconomique comme une condition nécessaire et suffisante.

Parmi les défenseurs du ciblage des prix des actifs par la banque centrale, Filardo (2000) se montre favorable à la réaction par la banque centrale aux prix des actifs financiers, du fait que

ces derniers sont riches d'informations supplémentaires. En plus cette réaction s'avère bénéfique quand la banque centrale intervient au bon moment avec certitude que les prix des actifs financiers aient effectivement un effet sur l'activité réelle, sinon cette réaction s'avère coûteuse et inutile.

En synthèse, les études empiriques sur l'efficacité du ciblage des prix des actifs sont mitigées. Il est difficile de mesurer l'impact direct de la politique monétaire sur les prix des actifs, et les résultats varient en fonction du contexte économique. Pour réussir le ciblage des prix des actifs, une communication claire de la part de la banque centrale est essentielle. Les marchés financiers et les investisseurs doivent comprendre les intentions de la banque centrale pour que cette approche soit efficace.

Le ciblage des prix des actifs peut créer un risque moral en incitant les acteurs financiers à prendre des risques excessifs en comptant sur le soutien de la banque centrale en cas de crise. Le ciblage des prix des actifs par la règle monétaire est une question complexe qui soulève des débats sur son efficacité, ses avantages et ses inconvénients. Il peut jouer un rôle dans la gestion de la stabilité financière, mais il doit être mis en œuvre avec précaution pour éviter des distorsions sur les marchés financiers et d'autres conséquences imprévues. Les banques centrales doivent équilibrer cette approche avec leurs autres objectifs de politique monétaire.

### 3. Conclusion

Décider d'intégrer et de suivre les mouvements des prix des actifs financiers pour réagir en conséquence est un exercice extrêmement difficile pour les banques centrales. Plusieurs incertitudes entourent une telle stratégie notamment la détermination de la cause, les évolutions observées des cours boursiers qui peut être attribués à des mouvements de spéculations et de constitution de bulle financières ou à l'effet d'un choc de demande ou d'offre. Aussi la prise des banques centrales sur les variables financières est très incertaine. Enfin, l'impact des prix d'actifs sur l'activité et l'inflation est lui-même variable.

Ce corpus théorique ouvre la voie de recherche sur d'autres instruments d'analyse jusqu'à maintenant, négligés, notamment l'instrument de la régulation prudentielle et de solvabilité des institutions financières systémiques et l'analyse de la fonction de perte des autorités monétaires. En effet l'impact des variations des prix d'actifs sur l'activité économique est dépendant de la position en capital des banques ou de l'endettement initial des agents, alors des mesures contraignantes rentrant dans le cadre de la politique prudentielle sont mieux à même de garantir la solvabilité des agents en tout point du cycle. Typiquement, des mesures prudentielles pesant de façon contracyclique sur les bilans bancaires (provisionnement dynamique, ratio Cooke) contracyclique Artus et Seltz ; (1999) brideraient les épisodes euphoriques et contribueraient à limiter les déprimés en cas de retournement brutal des prix des actifs. L'analyse la fonction de perte des autorités monétaires se limite à la somme pondérée des variances de l'output et de l'inflation et néglige la mesure de bien-être social, intégrant par exemple le fait que les prix d'actifs constituent une réserve de pouvoir d'achat pour les ménages. Une telle refonte modifie certainement la donne en faveur du ciblage de prix d'actifs.

### Références

- (1). Adam, M.-C. & Szafarz, A. (1989). Crises boursières, bulles spéculatives et rationalité économique. *Etudes internationales*, 20 (4), 781–790. <https://doi.org/10.7202/702578ar>
- (2). Adam, M.-C. & Szafarz, A. (1989). Crises boursières, bulles spéculatives et rationalité économique. *Études internationales*, 20 (4), 781–790. <https://doi.org/10.7202/702578ar>

- (3). Aglietta M. (2004) Crises et cycles financiers : une approche comparative. *Revue d'économie financière*, n°26,
- (4). Brana,S et Prat, S (2013) Politiques monétaires non conventionnelles et prix d'actifs dans les pays émergents. *Revue française d'économie* | « *Revue française d'économie* » 2013/4 Volume XXVIII | pages 83 à 111ISSN 0769-0479 Article disponible en ligne à l'adresse :<https://www.cairn.info/revue-francaise-d-economie-2013-4-page-83.htm>
- (5). Bruneau (2014) comprendre la formation des prix des actifs financiers : ce que nous devons aux lauréats du prix Nobel 2013, Eugene Fama, Lars Peter Hansen et robert Shiller Dalloz | « *Revue d'économie politique* » 2014/5 Vol. 124 | pages 681 à 714ISSN 0373-2630
- (6). Carré, E (2014) une histoire du ciblage de l'inflation : science des théoriciens ou arts des banquiers centraux ? *Cahiers d'économie politique / Papers in Political Economy* , No. 66 (2014), pp. 127171 Published by: L'Harmattan Stable URL: <https://www.jstor.org/stable/10.2307/cahieconpolipape.66.127>
- (7). Giammarino,R (n.d) La politique de la banque centrale, l'inflation et les cours des actions Banque de Canada
- (8). Jovanovic,F (2009) le modèle de marche aléatoire dans l'économie financière de 1863 À 1976 Editions Sciences Humaines | « *Revue d'Histoire des Sciences Humaines* » 2009/1 n° 20 | pages 51 à 78 ISSN 1622-468X ISBN 9782912601872 Article disponible en ligne à l'adresse : <https://www.cairn.info/revue-histoire-des-sciences-humaines-2009-1-page-51.htm>
- (9). Kevin E. Beaubrun-Diant et Julien Matheron,J (2008) rentabilités d'actifs et fluctuations économiques : une perspective d'équilibre général dynamique et stochastique *La Documentation française* | « *Economie & prévision* » 2008/2 n° 183-184 | pages 35 à 63 ISSN 0249-4744 Article disponible en ligne à l'adresse : <https://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2008-2-page-35.htm>
- (10). Levieuge,G (2005) La neutralisation des mouvements et de l'impact des prix d'actifs doit-elle être du ressort de la politique monétaire ? *Revue de l'OFCE* 2005/2 (no 93), p. 317-355. DOI 10.3917/reof.093.0317
- (11). Myftari, E. & Rossi, S. (2010). Prix des actifs et politique monétaire : enjeux et perspectives après la crise financière de 2007-2009. *L'Actualité économique*, 86, (3), 355–383. <https://doi.org/10.7202/1003527ar>
- (12). Pépin,D (2010) L'évaluation du prix des actions par les fondamentaux : analyse du marché français *La Documentation française* | « *Economie & prévision* » 2010/4 n° 195-196 | pages 83 à 98 ISSN 0249-4744 Article disponible en ligne à l'adresse : <https://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2010-4-page-83.htm>
- (13). Pfister, C. (2019). Monnaie digitale de banque centrale : une, deux ou aucune ? *Revue d'économie financière*, 135, 115-130. <https://doi.org/10.3917/ecofi.135.0115>
- (14). Pollin, J. (2020). Les politiques monétaires à l'épreuve de la libéralisation financière. *Revue d'économie financière*, 137, 219-244. <https://doi.org/10.3917/ecofi.137.0219>
- (15). R. Chabaand & F. Lavaud (2021). Taux d'intérêt négatifs, ou comment une anomalie devient la norme. *Perspectives, Sciences Eco*