

VIII. LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS UN ENVIRONNEMENT FINANCIER EN MUTATION

Introduction

Dans la zone de l'OCDE, un grand nombre de banques centrales ont entrepris de resserrer la politique monétaire. La forte valorisation des actifs observée actuellement constitue un important élément supplémentaire dans l'ensemble des informations prises en compte par les autorités. Dans plusieurs pays, malgré les reculs récents, les cours des actions cotées en bourse ont atteint des sommets qui auraient été jugés peu vraisemblables il y a quelques années. Plus récemment, les prix de l'immobilier ont aussi commencé d'augmenter dans certains pays. La valorisation des actifs amène à s'interroger sur la mesure dans laquelle la modification des structures financières affecte l'impact de la politique monétaire sur l'économie réelle et, par conséquent, la façon dont la politique monétaire doit être mise en œuvre¹.

Les modifications intervenues dans l'environnement financier...

L'incidence de la politique monétaire sur l'activité et, en fin de compte, sur l'inflation, est multiformes. On considère généralement qu'elle s'exerce surtout par le biais de l'influence que les taux d'intérêt ont directement sur la demande de biens des ménages et des entreprises. Mais la politique monétaire peut aussi agir sur l'activité du fait de son incidence sur la valeur des actifs, laquelle influe sur le comportement des entreprises et des ménages, notamment en modifiant le patrimoine et aussi les coûts d'emprunt (en raison de l'impact sur les bilans). Les évolutions récentes des marchés de capitaux ont sans doute rendu ces effets de la politique monétaire plus importants mais aussi moins faciles à prévoir. En particulier, la taille de ces marchés a augmenté par rapport à l'activité réelle et les actifs facilement négociables jouent un rôle de plus en plus important par rapport aux autres actifs financiers. Les prix de ces actifs sont en règle générale sensibles aux modifications des anticipations du marché quant à l'évolution de la situation économique dans son ensemble et des taux d'intérêt en particulier.

... peuvent influencer sur le fonctionnement de la politique monétaire

Dans le présent chapitre, on examinera tout d'abord l'augmentation de la taille des marchés de capitaux², les modifications intervenues dans la distribution des portefeuilles d'actifs ainsi que l'évolution des bilans des entreprises, des ménages et des banques. Sont ensuite exposées les conséquences de ces facteurs pour le fonctionnement de l'économie et l'élaboration de la politique monétaire.

1. L'importance de la prise en compte des prix des actifs a été soulignée récemment par Greenspan (1999).
2. Par taille des marchés de capitaux on entend la valeur des actifs fournis aux emprunteurs ultimes (par exemple les entreprises et les ménages) par les prêteurs initiaux (par exemple les ménages) ; on ne tient pas compte des différentes étapes intermédiaires.

Évolution des marchés de capitaux et conséquences pour les bilans des ménages et des entreprises

Des marchés de capitaux de plus grande taille et plus diversifiés

La part des financements dans le PIB s'est accrue, surtout pour ce qui est des financements directs sur les marchés de capitaux

Les marchés de capitaux ont connu une forte expansion de leur taille et une diversification marquée ces deux dernières décennies. Entre 1985 et 1998, la valeur de l'encours total des crédits et des valeurs mobilières a augmenté sensiblement pour passer de 150 à 250 pour cent environ du PIB des grandes économies de l'OCDE (tableau VIII.1)³. Si le crédit bancaire reste la principale source de financement dans la plupart des pays, sa part relative a diminué au profit de celle des titres (en raison notamment de la titrisation des prêts, en particulier les prêts hypothécaires des banques). Du fait de ces évolutions, le patrimoine financier s'est réorienté des dépôts bancaires vers les investisseurs institutionnels et la détention directe d'obligations et d'actions (tableau VIII.2), cette réorientation étant surtout marquée aux États-Unis. Ainsi, la part du patrimoine financier sous la formes d'actifs à la fois liquides et

Tableau VIII.1. Intermédiation du crédit et des actions

Valeurs en fin d'année, en pourcentage du PIB

	Crédit bancaire au secteur privé non bancaire				Titres de créances nationales du secteur privé ^a				Dont :		Capitalisation boursière des marchés d'action ^b			
									Institutions financières	Émissions des entreprises				
	1985	1990	1995	1998	1985	1990	1995	1998	1998	1998	1985	1990	1995	1998
États-Unis	68	70	64	69	..	50	56	71	43	27	52	58	82	123
Japon	99	122	118	118	..	33	30	40	22	18	58	125	72	57
Allemagne	93	98	103	118	..	39	42	53	53	½	21	24	22	48
France	76	96	87	80	..	41	39	33	27	6	12	29	32	65
Italie	51	56	58	60	..	26	32	31	30	1	10	15	18	46
Royaume-Uni	47	116	116	120	..	16	17	28	19	8	62	86	119	169
Canada	68	78	79	88	..	9	9	14	6	8	41	47	61	94
Belgique	25	36	75	77	..	49	52	46	34	12	21	36	35	93
Pays-Bas	61	80	94	107	..	16	16	11	8	3	35	49	81	146
Suède	87	129	103	..	..	55	57	50	43	7	31	47	67	121
Suisse	141	168	168	167	..	68	59	50	37	13	68	73	117	150
G10 ^c	75	88	84	86	..	39	42	52	35	17	44	63	67	98
G10 – Japon ^c	70	81	78	80	..	41	45	54	37	17	41	49	66	106

a) Montants souscrits par les pays émetteurs

b) Les données ne se rapportent qu'aux actions cotées.

c) Pondéré par le PIB ajusté par le PPA.

Source : FMI *Statistiques financières internationales* ; BRI, *Évolution du marché international bancaire et financier*, différentes éditions ; Fédération Internationale des Bourses des Valeurs ; et OCDE.

3. La capitalisation du marché donne une idée fautive de l'ampleur du financement sur les marchés de valeurs car l'augmentation de la capitalisation du marché boursier pourrait tenir à des effets de valorisation (mesures des anticipations des gains futurs) ainsi qu'à une progression des émissions de capital. Aux États-Unis, par exemple, la capitalisation du marché a augmenté de façon assez sensible, alors que les émissions nettes ont été négatives de 1994 à 1999, retirant environ 150 milliards de dollars du marché.

Tableau VIII.2. Instruments de l'épargne

Avoir financiers en pourcentage du PIB

	Investisseurs institutionnels				Dépôts bancaires			
	1985	1990	1995	1997	1985	1990	1995	1997
États-Unis	93	114	152	186	50	49	41	43
Japon	..	..	73	73	88	106	104	104
Allemagne	29	36	45	59	58	63	60	64
France	27	51	78	97	65	60	64	67
Italie	..	13	32	54	62	59	55	48
Royaume-Uni	92	104	164	185	38	91	99	101
Canada	44	57	83	101	61	72	75	75
Belgique	26	41	60	76	33	38	75	82
Pays-Bas	94	109	139	164	66	74	75	77
Suède	..	80	103	..	44	40	38	41
Suisse	..	..	75	93	109	106	117	135
G10 ^a	..	..	110	134	60	67	63	64
G10-Japon ^a	73	86	117	145	54	58	55	56

Ventilation des investisseurs institutionnels

	Compagnies d'assurance ^b				Caisses de retraite ^c				Société de placement et autres ^d			
	1985	1990	1995	1997	1985	1990	1995	1997	1985	1990	1995	1997
États-Unis	26	32	38	40	39	43	57	72	29	39	57	73
Japon	..	..	42	41	..	..	..	16	..	30	32	17
Allemagne	20	24	28	33	3	3	3	3	5	9	15	23
France	13	20	41	56	..	..	..	..	14	30	36	41
Italie	..	6	11	14	..	3	3	3	..	4	18	38
Royaume-Uni	37	43	74	80	44	50	69	79	11	12	22	26
Canada	20	24	28	29	22	28	37	43	3	5	18	28
Belgique	21	26	30	34	2	2	4	5	3	13	27	37
Pays-Bas	29	37	52	61	65	72	85	101	0	0	2	2
Suède	..	32	47	..	..	2	2	..	..	46	54	..
Suisse	..	..	61	72	..	..	..	..	..	..	14	21
G10 ^a	..	..	38	42	..	..	..	49	..	27	39	47
G10-Japon ^a	24	29	38	42	33	34	44	56	21	27	40	53

a) Pondéré par le PIB ajusté par le PPA.

b) Compagnies d'assurance et d'assurance-vie.

c) Caisses de retraite autonomes et non-autonomes. Les caisses de retraite autonomes gèrent des capitaux distincts mis en place afin d'assurer des revenus de retraite pour des groupes spécifiques qui sont organisés, et dirigés, par des employeurs du secteur privé ou public, ou à la fois par les employeurs et les employés. Ces caisses engagent des transactions financières sur leurs propres comptes. Les caisses de retraite non-autonomes sont des organismes dans lesquels les employeurs conservent des réserves spéciales qui sont isolées des autres réserves même si elles ne constituent pas des unités institutionnelles séparées. En Suisse ces données n'existent que depuis quelques années.

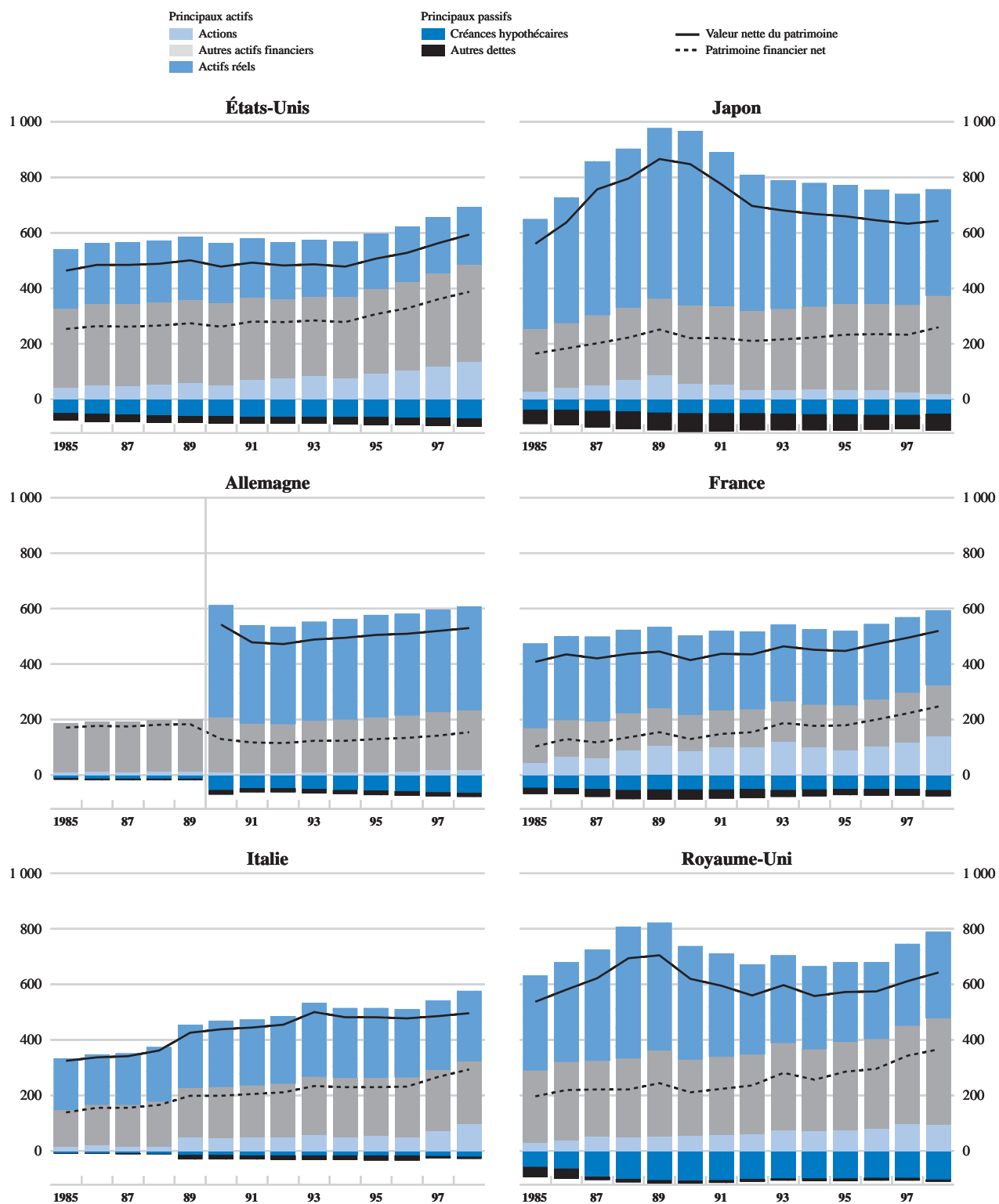
d) Les sociétés de placement représentent un type d'intermédiaire financier qui récolte les fonds d'investisseurs et les utilise pour acheter des créances financières. En retour les investisseurs reçoivent des parts de la société de placement, et donc possèdent indirectement une part des actifs financiers de cette société. Cela comprend des sociétés d'investissement à capital non-variable, des sociétés de gestion, des sociétés non directives ou des sociétés d'investissement de fonds communs de placement et à capital variable. Les autres représentent les compagnies bancaires de dépôt à l'exclusion des compagnies d'investissement etc.

Source : OCDE Investisseurs institutionnels, Annuaire statistique, 1998 ; BRI ; FMI Statistiques financières internationales.

négociables s'est accrue considérablement, aussi bien par rapport au PIB que par rapport aux actifs financiers totaux (Vickers, 1999). De ce fait, une forte proportion du patrimoine total pourrait désormais être plus sensible aux fluctuations du marché en général et à de brusques modifications de valeur.

Graphique VIII.1. Créances et dettes du secteur des ménages

En pourcentage du revenu disponible des ménages



Source : Voir le paragraphe à la fin du chapitre.

Évolution des bilans des entreprises et des ménages

L'augmentation du montant total des financements et leur diversification sont reflétées dans les bilans des entreprises et les comptes des ménages. Dans certains grands pays de l'OCDE⁴, la richesse nette des ménages représente cinq à six fois le revenu disponible et a légèrement augmenté au cours des années 90, à l'exception notable du Japon⁵. L'amélioration de la richesse nette du secteur des ménages est due essentiellement à l'augmentation du patrimoine financier. En fait, dans plusieurs pays, le patrimoine sous forme d'actifs financiers dépasse maintenant les actifs immobiliers.

La situation financière des ménages est plus solide grâce aux gains découlant de la valorisation du marché boursier...

L'endettement des ménages représente une part importante du revenu disponible (sauf en Italie) mais reste, néanmoins, peu important par rapport à la valeur des actifs. Cependant, les derniers indicateurs disponibles donnent à penser qu'au cours des douze derniers mois environ (chiffres non indiqués dans le graphique VIII.1), les appels au crédit des ménages ont sans doute progressé plus rapidement dans certains pays, ce qui semble dû en partie à la plus grande facilité d'emprunt. Par exemple, il est désormais plus aisé et moins coûteux d'obtenir des crédits à la consommation adossés à des hypothèques (« home-equity loans » et « cash-out refinancing ») ou d'acheter des actions grâce à des comptes de marge. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, l'évolution dans ce sens a été particulièrement rapide en 1999 et devrait le rester en 2000. Aux États-Unis, bien que les bilans soient sains dans l'ensemble, le nombre de faillites personnelles dépasse actuellement le niveau atteint lors de la récession de 1991, encore qu'il ait diminué par rapport au pic de 1998.

... qui ont largement compensé l'augmentation de leurs niveaux d'endettement

La part dans le PIB des actifs financiers des entreprises (sans compter la valeur de leurs capitaux propres) s'est accrue dans tous les pays de l'OCDE couverts ici, à l'exception du Japon (graphique VIII.2). Dans le cas des États-Unis, cette progression est allée de pair avec une augmentation de l'endettement qui a atteint un pourcentage élevé du PIB. Sans doute en raison de ces tendances, les marges entre les taux sur les obligations de sociétés et les taux sur les titres d'État tendent à s'élargir depuis 1997. Néanmoins, dans tous ces pays, la valeur élevée des actifs donnent aux entreprises un volant de sécurité supplémentaire pour amortir des évolutions négatives du marché. Leurs bilans bénéficient aussi d'une baisse spectaculaire des rapports valeur nette/capitalisation boursière en raison de la valorisation du marché boursier. Le patrimoine net des entreprises en pourcentage du PIB (indiqué pour quatre des pays couverts) reste faible aux États-Unis, au Japon et en Allemagne, mais pas en France. Cependant, pour la France, cela est sans doute dû aux plus-values boursières liées aux participations croisées.

Les bilans des entreprises se sont aussi améliorés

4. On trouvera une analyse similaire pour un plus grand nombre de pays de l'OCDE dans Mylonas *et al.* (2000).

5. Dans le cas du Japon, les bulles immobilière et boursière de la fin des années 80 ont accru considérablement la richesse nette et contribué à une forte poussée de la production. L'effondrement ultérieur de ces marchés a conduit à une récession prolongée.

Graphique VIII.2. Évolution du bilan du secteur des entreprises

En pourcentage du PIB

Principaux actifs

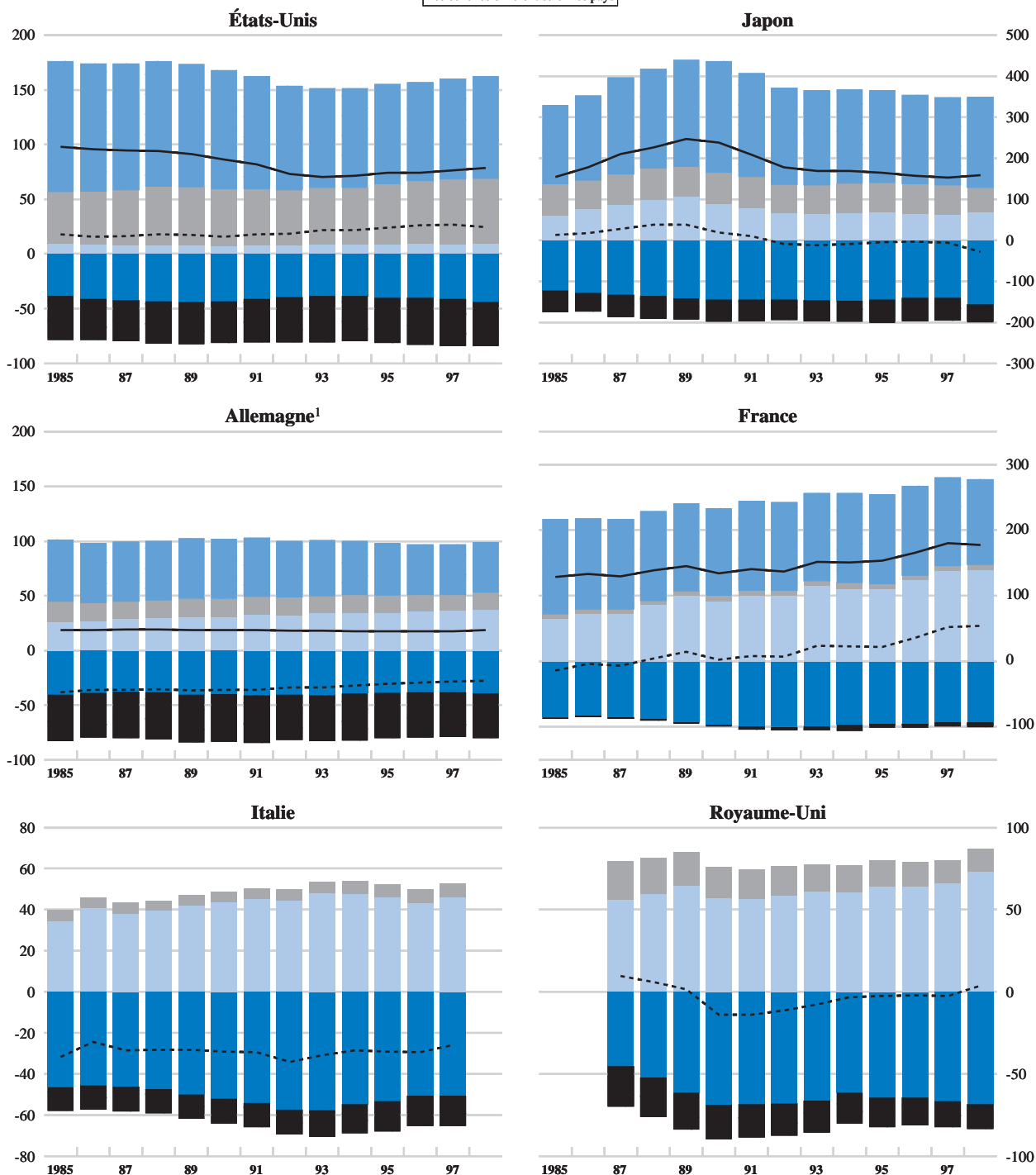
- Dépôts et actifs mobiliers
- Autres actifs financiers
- Actifs réels

Principaux passifs

- Crédits
- Autres dettes

— Valeur nette du patrimoine
 - - - Patrimoine financier net

Les échelles diffèrent selon les pays



1. Ne comprend que les entreprises de l'ex-Allemagne de l'Ouest.

Source : Voir le paragraphe à la fin du chapitre.

Conséquences de la valorisation des actifs pour le fonctionnement de l'économie

Ces changements dans les bilans des entreprises et des ménages peuvent avoir des conséquences sur l'influence exercée par une modification des taux d'intérêts directs sur la production et sur l'objectif ultime de la Banque centrale, à savoir l'inflation. La politique monétaire affecte l'économie directement du fait de l'influence des taux d'intérêt du marché sur les dépenses. Mais les variations des taux d'intérêt directs peuvent avoir des effets supplémentaires du fait des changements induits dans les valeurs des actifs et les bilans.

La politique monétaire peut influencer sur l'activité réelle de plusieurs manières

Effets de richesse et distribution des portefeuilles d'actifs des ménages

Une hausse des taux d'intérêt à long terme suite à un resserrement de la politique tend à entraîner une baisse de la valeur des actifs et, partant, du patrimoine des ménages. Face à cette perte (permanente) de richesse, l'épargne est appelée à augmenter dans le secteur des ménages et la consommation à reculer. La croissance des actifs des ménages, sous l'effet notamment de la flambée récente des marchés boursiers, renforcera vraisemblablement de façon significative l'effet de richesse. Plus simplement, une augmentation donnée en pourcentage de la valeur du patrimoine, qu'il s'agisse de biens immobiliers ou de titres boursiers, a un effet plus important sur la consommation lorsque la part du patrimoine augmente par rapport à celle du revenu.

L'augmentation de la richesse des ménages peut renforcer l'incidence de la politique monétaire...

L'effet de richesse agira de façon d'autant plus marquée sur la consommation que la distribution des portefeuilles d'actifs, traditionnellement détenus pour l'essentiel par un pourcentage peu important de la population, tend à s'élargir. Aux États-Unis, il ressort de la *Survey of Consumer Finances* de 1998 que la moitié des ménages détiennent aujourd'hui des actions contre un tiers en 1989 et que le rapport des portefeuilles de valeurs au revenu du ménage moyen a plus que doublé pour atteindre un quart au cours de la dernière décennie. Cependant, la répartition des portefeuilles d'actions entre les différentes catégories de revenu ne s'est pas modifiée sensiblement depuis 1989 (Starr-McClure, 1998 ; et Tracy *et al.* ; 1999). Dans la plupart des autres pays, la part des ménages détenant des actions est sensiblement moins importante qu'aux États-Unis (elle était de 13 pour cent par exemple en France en 1998 mais sensiblement moindre au Japon et en Allemagne).

... en particulier du fait de la distribution plus large des portefeuilles d'actifs

Cela dit, les données ponctuelles dont on dispose pour la zone euro donnent à penser que la détention d'actions se développe rapidement, sous l'effet de la privatisation ainsi que de la multiplication des introductions en bourse, suite à la mise en place de l'euro. Des changements pourraient intervenir rapidement au Japon également. Il est probable que les ménages se désengageront partiellement des dépôts à la caisse d'épargne postale au profit des marchés boursiers, après la venue à échéance d'importants dépôts à terme à un moment où les taux d'intérêt sont très faibles. Les différences entre les pays pour ce qui est de la détention de portefeuilles boursiers tiennent en partie aux conditions structurelles, entre autres les régimes fiscaux, les normes comptables et les autres réglementations. Par exemple, les incitations fiscales pour le logement et l'épargne-retraite aux États-Unis et la prévalence de régimes

... et cette évolution devrait se poursuivre, notamment en Europe et au Japon

publics de retraite par répartition en Europe continentale ont sensiblement contribué à la composition actuelle des structures financières dans les différents pays. Mais ces caractéristiques pourraient aussi changer, face aux pressions de la concurrence mondiale et à l'évolution démographique.

L'immobilier, qui représente l'essentiel du patrimoine net des ménages, peut engendrer d'importants effets de richesse

Alors que la détention de portefeuilles d'actions est assez limitée, bien plus de la moitié des ménages dans la majorité des pays de l'OCDE sont propriétaires de leur logement, ce qui donne à penser qu'une hausse des prix des logements aura des effets de richesse bien plus importants que des augmentations équivalentes des cours des actions (tableau VIII.3). Les exceptions notables sont l'Allemagne, la Suède, la

Tableau VIII.3. **Propriétés immobilières**

Taux d'occupation en pourcentage

	1970	1980	1990	1995
États-Unis	65	68	64	67
Japon	59	62	61	..
Allemagne	36	40	38	41
France	45	51	54	54
Italie	50	59	67	67
Royaume-Uni	49	56	68	67
Canada	60	62	61	..
Belgique	55	59	62	66
Pays-Bas	35	42	44	47
Suède	35	41	42	43
Suisse	28	30	31	..

Source : Oswald, A (1999), « The housing market and Europe's unemployment: a non-technical paper », *mimeo*, mai ; European Mortgage Federation ; et *Études économiques de l'OCDE – Danemark* (1999).

Suisse et les Pays-Bas. Néanmoins, même dans ces pays, les biens immobiliers des ménages représentent deux à trois fois le revenu disponible. En outre, le capital latent que représente un logement (c'est-à-dire la valeur du bien, nette de l'hypothèque) entre pour l'essentiel dans la richesse nette du ménage à revenu médian. Pour les États-Unis, par exemple, il atteint 90 pour cent (Tracy *et al.*, 1999).

Effets de bilan

Ménages et entreprises non financières

Les effets de bilan auront vraisemblablement une incidence plus restrictive en Europe et au Japon qu'aux États-Unis

La politique monétaire influe aussi sur l'activité du fait de son incidence sur les comptes des ménages et les bilans des entreprises. Les fluctuations de la valeur marchande des actifs, associées à des remboursements inchangés au titre des dettes existantes, influent sur la solvabilité des emprunteurs potentiels et, donc, sur leur aptitude à obtenir les financements qu'ils souhaitent⁶. Cette incidence sera vraisemblablement importante car les coûts supportés par les institutions financières, dont

6. Les effets de bilan peuvent donc restreindre les possibilités pour les entreprises et les ménages de financer les biens de consommation durables et les biens d'équipement dans la mesure où les prêteurs ne sont pas entièrement satisfaits de leur solvabilité ; par exemple la valeur des garanties sur les bilans. Dans ce cas, les banques augmentent les taux débiteurs ou rationnent le crédit (Bernanke *et al.* 1998 ; Bernanke et Gertler, 1999). Bien que l'on s'accorde généralement à reconnaître que l'effet de bilan existe, son ampleur, au niveau global, reste à déterminer et les données microéconomiques disponibles sont partagées (Gilchrist et Himmelberg, 1998).

sont tributaires les emprunteurs, se trouvent accrus du fait de la nécessité d'évaluer les caractéristiques du risque dans chaque cas.

Les effets de bilan n'auront pas la même importance dans tous les pays. Ils sont généralement moindres dans les pays où le développement et la diversification des marchés de capitaux permettent aux emprunteurs d'avoir accès à différentes sources de financement. Pour les ménages, compte tenu de leur petite taille et de leur bref passé d'emprunteurs auprès des institutions financières, les effets de bilan seront vraisemblablement plus marqués. Pour les entreprises, la taille peut servir d'indicateur, certes imparfait, de l'importance de cette composante de l'effet de bilan, car les petites entreprises sont celles qui risquent le plus d'être confrontées à des contraintes financières. Dans les pays d'Europe continentale et au Japon, la part des petites entreprises mesurée par l'emploi (moins de 100 salariés) est plus importante qu'aux États-Unis, où ce sont les grandes entreprises (plus de 500 salariés) qui dominent (tableau VIII.4). Dans ces conditions, l'effet de bilan sera plus important dans les premiers pays que dans le deuxième. Cependant, à terme, la tendance au regroupement des entreprises devrait contribuer à réduire les contraintes de financement.

Tableau VIII.4. Distribution des entreprises par taille^a

Répartition par nombre d'employés en pourcentage

		Emploi					Chiffre d'affaire/production ^b				
		0-9 ^c	10-19	20-99	100-499 ^d	500+	0-9 ^c	10-19	20-99	100-499 ^d	500+
États-Unis	1995	11.8	7.7	18.4	14.6	47.5	10.8	6.1	17.0	13.1	53.0
Japon	1997	11.7	6.0	12.3		70.0	7.1	6.8	23.2		63.0
Allemagne ^e	1996	28.4		20.2	11.1	40.3	13.4		17.9	23.4	45.3
France	1997	19.9	8.3	21.4	19.1	31.3	..	..	..	..	..
Italie	1995	47.0	10.7	17.0	10.3	15.1	29.2	10.4	21.7	15.2	23.5
Royaume-Uni	1997	28.8	7.2	12.7	12.6	38.7	12.8	5.6	16.0	21.6	44.1
Canada	1995		20.4	18.2	16.2	45.3	..	..	..	..	..
Belgique	1997	16.7	8.9	21.1	17.9	35.4	28.3	8.6	22.0	17.4	23.6
Pays-Bas ^e	1996	24.3		17.0	19.4	39.2	17.6		21.6	24.3	36.5
Suède	1996	22.1	9.1	18.6	17.4	32.8	19.9	8.2	19.0	19.1	33.9
Suisse	1995	29.0	10.0	20.6	16.8	23.5	..	..	..	..	..

e) Pour le Japon, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni, la Belgique et les Pays-Bas tous les secteurs ne sont pas représentés.

f) Production pour les États-Unis, le Japon et l'Allemagne, chiffre d'affaire pour les autres pays.

g) 4-9 pour le Japon, 1-9 pour l'Italie et la Suisse, 1-19 pour le Canada. En France 0-9 comprend des non-répertoriés.

h) Pour le Japon : plus de 100.

i) Pour l'Allemagne et les Pays-Bas la répartition est : 0-9, 10-49, 50-249 et plus de 250.

Source : OCDE et Commission de la Communauté Européenne.

Lorsqu'ils sont importants, les effets de bilan auront tendance à renforcer le cycle d'activité, car la richesse nette et la trésorerie des emprunteurs augmentent généralement en même temps que l'activité. En outre, l'incidence de la politique monétaire dépendra de l'état des bilans. Par exemple, un resserrement de cette politique tendra à réduire la valeur des garanties des emprunteurs. Si les bilans sont satisfaisants, comme c'est le cas actuellement dans nombre de pays de l'OCDE, le resserrement de la politique monétaire devra peut-être être plus important car une

Des bilans solides peuvent amortir l'incidence d'un resserrement de la politique monétaire

réduction de la valeur des garanties aura un effet moins restrictif que lorsque les bilans sont déjà déficients.

La part des actifs liquides dans les bilans des entreprises a augmenté, ce qui accroît leur vulnérabilité face à de brusques variations de valeur

Toutefois, l'augmentation de la part des actifs fortement négociés (y compris ceux libellés en devises), observée dans la plupart des pays, a accru le risque de fluctuations fortes et brusques de la valeur des bilans suite à des modifications des anticipations de la politique monétaire ou à d'autres évolutions. Une inversion des cours pourrait conduire un grand nombre d'emprunteurs à une situation de déséquilibre non souhaitée entre les actifs et les passifs (endettement involontaire), exigeant dans certains cas des garanties supplémentaires. Plus les positions brutes actifs/passifs sont importantes par rapport à la position nette, plus grande sera l'incidence potentielle sur les bilans de fluctuations des taux d'intérêt ou de modifications des autres anticipations. La politique monétaire influant sur les prix des actifs, ces évolutions ont vraisemblablement renforcé l'importance de la transmission de la politique monétaire par le biais des bilans⁷.

Évaluer l'importance de ces effets est difficile, en grande partie en raison des problèmes liés à la détermination de la situation des bilans dans divers secteurs, en particulier celui des entreprises. Les données ne sont pas très fiables dans la plupart des pays et, parfois, elles n'existent pas ou ne sont établies qu'avec un grand décalage⁸.

Banques

La bonne santé des bilans des banques limite vraisemblablement l'incidence de la politique monétaire sur le crédit bancaire...

La bonne santé des bilans bancaires peut aussi influencer sur la capacité de financement des banques et, par conséquent, sur leur aptitude à reprêter aux ménages et aux entreprises. La transmission de la politique monétaire à l'activité par cette voie est sujette à controverse. En tout état de cause, les bilans bancaires, les ratios de fonds propres et la rentabilité sont généralement solides dans les grands pays, à l'exception du Japon où aussi bien les ratios de fonds propres que les taux de rentabilité sont actuellement faibles (graphique VIII.3). Dans l'ensemble, il est donc peu probable que des modifications de la politique monétaire aient des effets marqués par le biais des bilans bancaires et des restrictions correspondantes de l'offre de crédit (Favero *et al.*, 1999 et de Bandt et Davis, 1999). En outre, dans les pays où ces effets de bilan pourraient être les plus marqués – c'est-à-dire ceux où le marché du crédit est constitué d'un grand nombre de banques de relativement petite taille et où le système financier repose davantage sur les banques – les établissements bancaires ont d'autres actifs dans leurs bilans qui peuvent amortir un resserrement de la politique monétaire. Dans ces pays, l'important marché interbancaire constitue une source supplémentaire de financement pour les banques. Le pays qui a le moins d'actifs pouvant jouer un rôle d'amortisseur semble être le Japon où les banques ont rencontré des difficultés

7. Dans le cas des entreprises, les positions hors bilan sur les marchés dérivés constituent une nouvelle source importante de risques.

8. Les modifications des normes comptables nationales sont une autre source de lacunes dans les données. Pour les comptes des entreprises, on distingue trois problèmes essentiels. Premièrement, sauf dans quelques cas, il est difficile d'évaluer la valeur de marché de tous les différents éléments des bilans. Deuxièmement, les comparaisons des bilans et des patrimoines nets sont souvent faussées par les pratiques comptables des différents pays. Troisièmement, il n'est pas tenu compte de l'activité hors bilan, où le degré d'endettement est généralement plus élevé, ni des engagements implicites, comme les régimes de retraite sous-financés.

Graphique VIII.3. Évolution du bilan du secteur bancaire

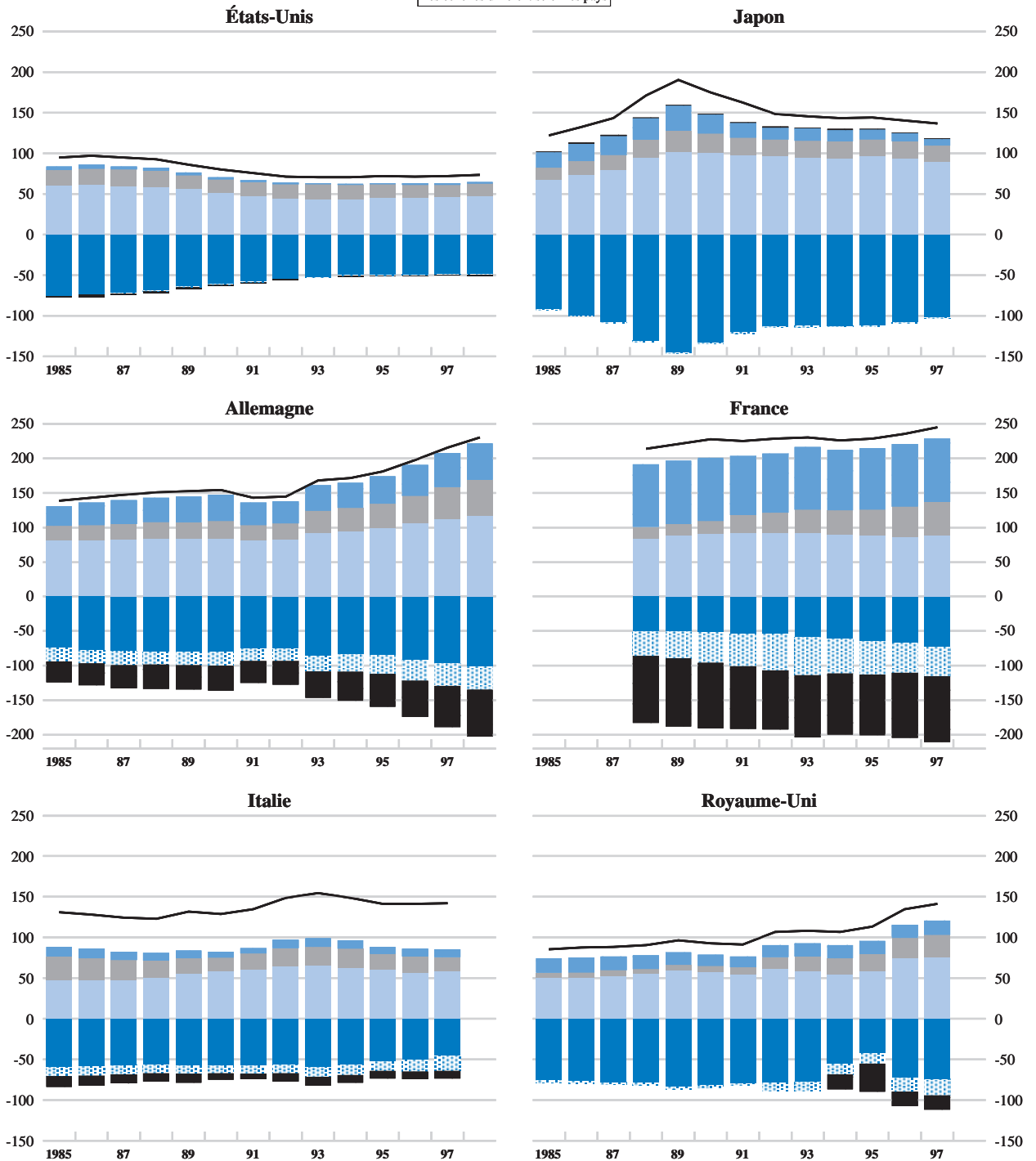
En pourcentage du PIB

Principaux actifs
 Prêts
 Valeurs mobilières
 Dépôts interbancaires

Principaux passifs
 Dépôts non bancaires
 Obligations
 Dépôts interbancaires

Bilan total

Les échelles diffèrent selon les pays



Source : OCDE, Rentabilité des banques, 1999.

exceptionnelles en raison de la nécessité d'une restructuration⁹. Mais, même dans le cas du Japon, les banques détiennent des actifs étrangers qu'elles peuvent vendre.

... et le renforcement de la concurrence pourrait encore affaiblir les effets de bilan

A terme, toutefois, le renforcement de la concurrence sur les marchés financiers européens après l'introduction de l'euro réduira vraisemblablement ces volants de sécurité. Mais ce qui importe sans doute davantage, c'est que ces évolutions peuvent fournir d'autres sources de financement non bancaires aux ménages et aux entreprises et également accélérer le rythme de la consolidation dans le secteur financier. Cela pourrait accroître l'offre globale de financements pour les ménages et les entreprises. La situation au Japon évolue aussi rapidement, suite aux problèmes exceptionnels rencontrés actuellement par les banques. Ces problèmes ont conduit à un mouvement de consolidation dans le secteur bancaire et favorisé l'expansion des sources non bancaires de crédit.

Sensibilité des prix des actifs aux variations des taux d'intérêt et à d'autres chocs

Les valeurs des actifs pourraient être plus sensibles aux actions engagées sur le front monétaire en raison de...

Plusieurs évolutions ont peut-être affecté la façon dont les taux d'intérêt à long terme, et les prix des actifs de manière plus générale, sont influencés par la politique monétaire. L'intégration des marchés et le recours accru à des techniques visant à réduire le risque pour les investisseurs pourraient accentuer la sensibilité de la valeur des actifs aux actions monétaires, alors que la plus grande prévisibilité de la politique monétaire a sans doute renforcé l'incidence des actions engagées.

Plus grande intégration des marchés des actifs

... l'intégration des marchés

La plus grande intégration des marchés de capitaux est généralement considérée comme un facteur d'accentuation de la sensibilité des prix des actifs à la politique monétaire et à d'autres variations des taux d'intérêt, ayant leur origine sur d'autres marchés et dans d'autres régions. Les marchés des obligations et des actions sont désormais plus intégrés et le rapport au PIB du montant brut des titres étrangers en portefeuille continue d'augmenter dans tous les grands pays. Aux États-Unis et en Allemagne, par exemple, il a progressé de 30 pour cent du PIB entre 1985 et 1998. En raison de ces évolutions, les cours sur les marchés des obligations et des actions aux États-Unis et en Europe sont désormais plus corrélés.

Rôle des marchés dérivés¹⁰

Le recours accru aux produits dérivés contribue à accélérer le mécanisme de transmission

Le recours accru aux produits dérivés a deux conséquences importantes pour le fonctionnement des marchés financiers (BRI, 1995). Premièrement, il a sans doute accéléré la transmission de la politique monétaire depuis les taux d'intérêt à court terme, plus sensibles aux évolutions de cette politique, jusqu'au prix des actifs sur

9. L'une des raisons pour lesquelles les banques japonaises ont un faible niveau de fonds propres est que les réglementations leur permettaient de détenir 45 pour cent de plus-values latentes sur les avoirs en actions dans les fonds propres du deuxième tiers. Après la correction importante et durable des marchés boursiers vers la fin des années 80 et au début des années 90, les bilans bancaires se sont nettement affaiblis (Kato, Ui et Watanabe 1999).

10. Les produits dérivés sont des instruments financiers qui peuvent soit offrir aux participants au marché une meilleure couverture contre les variations des prix des actifs ou des taux d'intérêt soit leur permettre de prendre des positions sur ces variations. Par exemple, des investisseurs détenant des titres qu'ils doivent vendre à un moment donné à l'avenir peuvent acheter un contrat d'option ou un contrat à terme. Le premier leur donne le droit, mais pas l'obligation, de vendre les titres à un prix fixe jusqu'à une certaine date. Le deuxième type de contrat est une obligation de procéder à la transaction à une date prédéterminée à l'avenir. Dans ces conditions, la position des investisseurs est couverte dans les deux cas.

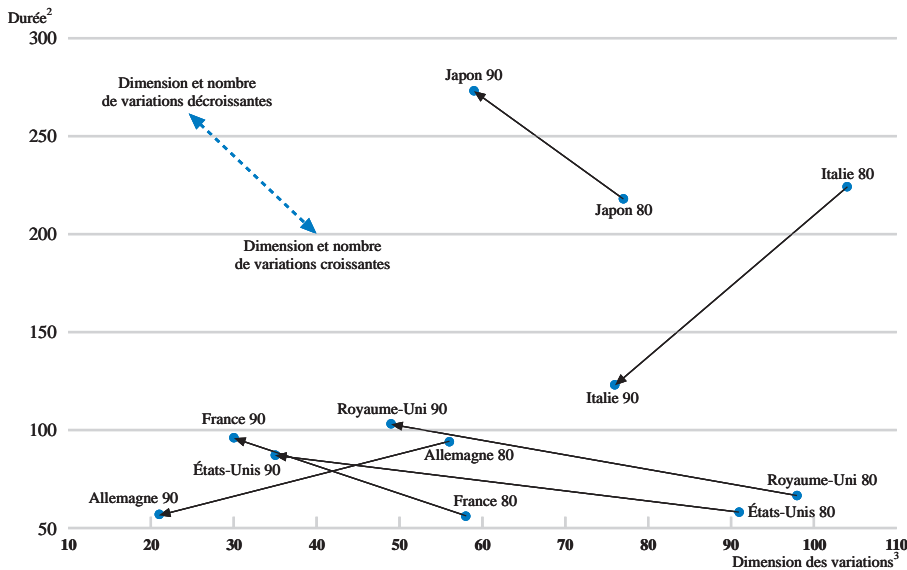
d'autres marchés. Cette évolution a résulté, en partie d'une plus grande substituabilité des prix des actifs entre les différents marchés (Cohen, 1995). Par exemple, un contrat d'option sur taux d'intérêt, assis sur des titres d'État, peut être utilisé pour se protéger contre les variations du taux d'intérêt sur une valeur de société. Cette pratique renforce le lien entre les marchés des titres d'État et ceux des titres de sociétés. Deuxièmement, le recours accru aux produits dérivés peut diminuer le caractère abrupt de la réaction de marché financier à la politique monétaire car ces produits visent à protéger les entreprises, du moins temporairement, de variations inattendues de leurs recettes et/ou de leurs charges au titre du service de la dette.

Prévisibilité accrue de la politique monétaire

Les marchés comprennent mieux désormais les stratégies suivies par les banques centrales, ce qui peut influencer sur la sensibilité des taux d'intérêt à long terme aux variations des taux d'intérêt à court terme. Depuis quelque temps déjà, bon nombre de banques centrales suivent une stratégie gradualiste – variant les taux par petites touches successives allant toutes dans le même sens (graphique VIII.4). Du fait de ce comportement plus systématique et plus prévisible des banques centrales, les marchés peuvent désormais s'attendre à ce qu'une faible action initiale soit suivie d'autres actions de même nature. Dans ces conditions, même une légère variation des taux à court terme peut générer une réaction importante des taux à long terme, voire

En outre, l'incidence de la politique monétaire s'est sans doute renforcée en raison de sa plus grande prévisibilité

— Graphique VIII.4. Évolution des taux directeurs dans les années 80 et 90¹ —



1. Les années 80 se réfèrent à la période de 1980 à 1988 inclus ; les années 1990 de 1989 à 1999 inclus.
2. Durée moyenne, mesurée par le nombre de jours, y compris les fins de semaine et les jours fériés. Une durée longue correspond à un petit nombre de variations pendant la période considérée.
3. Moyenne de la valeur absolue des variations en points de base.

Explication : Les mouvements des taux directeurs des banques centrales sont habituellement caractérisés par une série de petites variations dans la même direction, avec peu de grands mouvements ou d'inversions de tendance. Une mesure simple de ce schéma, souvent désigné sous le nom de « gradualisme », consiste à calculer la taille moyenne des changements des taux directeurs (axe horizontal) et le nombre de jours entre chaque changement conséquent (axe vertical).

Source : OCDE.

être précédée d'une telle réaction¹¹. En tout état de cause, il semble que la réaction des taux d'intérêt à long terme aux taux d'intérêt à court terme ait changé aux États-Unis, et éventuellement au Japon, mais pas sensiblement dans les autres grands pays¹².

Conséquences pour la politique monétaire

En résumé, les évolutions des marchés de capitaux peuvent modifier le fonctionnement de la politique monétaire

Dans les sections précédentes, il a été avancé que l'évolution significative des marchés de capitaux et leur forte croissance par rapport au PIB ont sans doute modifié la façon dont la politique monétaire influe sur l'activité réelle, et en fin de compte sur l'inflation¹³. L'incidence nette sur l'efficacité des variations des taux d'intérêt directs est incertaine toutefois. Globalement, la politique monétaire peut être plus performante du fait de ses effets sur les valeurs des actifs, qui renforcent l'incidence directe traditionnelle des taux d'intérêt sur la demande. Cependant, il faudra sans doute plus de temps pour qu'elle influe sur l'économie car les effets de patrimoine et de bilan sont plus longs à se faire sentir.

Les incertitudes quant à leurs effets peuvent justifier un gradualisme monétaire

Le facteur déterminant à ce stade est, semble-t-il, le rythme auquel le resserrement de la politique monétaire, actuellement en cours, doit intervenir. Lorsque les autorités monétaires sont à peu près certaines de l'ampleur du resserrement requis, elles peuvent passer rapidement au niveau plus élevé nécessaire des taux d'intérêt. Cependant, lorsqu'il y a plus d'incertitudes quant aux effets de l'infléchissement de la politique monétaire, en raison notamment de l'évolution des marchés de capitaux, une approche plus gradualiste paraît s'imposer. Ces incertitudes pourraient en effet accroître le risque qu'une action trop énergique ne conduise à des résultats peu souhaitables. En suivant une stratégie gradualiste, les banques centrales sacrifient la vitesse à laquelle leur objectif (d'inflation) est réalisé afin d'éviter de dépasser cet objectif¹⁴. Dans certains cas, le degré de gradualisme sera dicté par d'autres considérations, comme la crédibilité des banques centrales dans la lutte contre l'inflation. Si cette crédibilité est médiocre, on peut craindre qu'une réponse graduelle n'accroisse les anticipations inflationnistes.

11. Un impact plus important des taux d'intérêt à court terme sur les taux d'intérêt à long terme, du fait de la prévisibilité accrue de l'action des banques centrales, n'est pas incompatible avec un engagement crédible en faveur de la stabilité des prix à moyen terme. Pour qu'une politique soit crédible, il faut que les taux d'intérêt à court terme restent pendant plusieurs années relativement non influencés par la politique monétaire. Cependant, une action monétaire peut accroître les taux à long terme – qui sont une moyenne des taux à court terme actuels et futurs – en raison d'anticipations de taux d'intérêt à court terme plus élevés dans le proche avenir.
12. Il ressort de l'analyse de régression établie par l'OCDE que la réaction des taux longs à une hausse de cent points de base des taux courts est passée de 35 points de base dans les années 80 à 60-70 points de base depuis 1992 dans le cas des États-Unis. Ces résultats prennent en compte l'impact du taux d'intérêt à court terme ainsi que les autres déterminants éventuels de la modification des taux longs, entre autres la production industrielle et l'inflation.
13. En outre, le fonctionnement des économies est sans doute plus incertain et plus sujet aux facteurs affectant les dépenses, qui se répercutent ensuite souvent sur les prix des actifs. Par exemple, les États-Unis ont connu un important choc positif du côté de l'offre et les hausses des cours des actions se répercutent sur la demande courante en raison de l'extrapolation des gains futurs de production.
14. Les incertitudes quant à l'ampleur du décalage dans le mécanisme de transmission monétaire permettent aussi de penser que les banques centrales préfèrent agir plus progressivement (Haldane, 1997 et Ha 1999).

Une politique gradualiste peut rendre plus difficile l'arbitrage entre actions préventives et actions correctrices. Compte tenu du risque de « sous-réaction », il se pourrait qu'une politique gradualiste doive être suivie de mesures plus agressives, si les choses semblent évoluer différemment que prévu. Par exemple, si la bonne santé des bilans affaiblissait les effets d'une hausse des taux d'intérêt, alors même que les effets de patrimoine stimulent la consommation, le risque de « sous-réaction » de la politique monétaire serait encore plus grand¹⁵.

Cependant, cette stratégie peut rendre plus difficile l'arbitrage entre les actions préventives et les actions correctrices en raison du risque de « sous-réaction »

Ces difficultés d'arbitrage mettent en évidence l'importance de la crédibilité et de la transparence des autorités monétaires. Si les anticipations d'inflation sont bien ancrées, les actions engagées par les autorités peuvent être plus efficaces et le changement à opérer pour atteindre un objectif donné sera vraisemblablement moins important. Un engagement crédible à l'égard d'un faible niveau d'inflation garantit ainsi contre le risque de « sous-réaction ». La transparence réduit le risque de déstabilisation des marchés du fait des changements d'orientation, en permettant aux anticipations de s'ajuster comme il se doit et en contribuant ainsi à éviter des variations désordonnées des prix des actifs.

Dans ces conditions, la crédibilité et la prévisibilité de la politique monétaire peuvent jouer un rôle utile

15. Une politique plus agressive peut aussi être requise dans d'autres cas. Premièrement, si l'économie souffre d'effets persistants, tels que ceux découlant de l'indexation des salaires, une telle action pourrait compenser la préférence initiale pour le gradualisme (Shuetrim et Thompson, 1999). Deuxièmement, dans un environnement de faible inflation, le fait de réagir en règle générale de façon plus préventive aux écarts par rapport aux objectifs fixés par la Banque peut réduire la probabilité de voir l'économie arriver à un point où les taux d'intérêt nominaux doivent être nuls – bien que, dans la pratique, ce problème ne se soit posé que pour le Japon (Reifschneider et Williams, 1999).

BIBLIOGRAPHIE

- BERNANKE, B.S. et M. GERTLER (1999),
« Monetary policy and asset price volatility », dans *New Challenges for Monetary Policy*, Colloque parrainé par la Federal Reserve Bank de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26-28 août.
- BERNANKE, B.S., M. GERTLER et S. GILCHRIST (1998),
« The financial accelerator in a quantitative business cycle framework », *NBER Working Paper* n° 6455, mars.
- BRI (1995),
Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism, Bâle, mars.
- COHEN, B.H. (1995),
« Derivatives and asset-price volatility: a test using variance ratios », *Document de travail de la BRI*, Département monétaire et économique, Bâle.
- DE BANDT, O. et E.P. DAVIS (1999),
« A cross-country comparison of market structures in European banking », *Série des documents de travail de la BCE*, Document n° 7, septembre.
- FAVERO C.A., F. GIAVAZZI et L. FLABBI (1999),
« The transmission mechanism of monetary policy in Europe: evidence from banks' balance sheets », *NBER Working Paper* n° 7231, juillet.
- GILCHRIST, S. et C. HIMMELBERG (1998),
« Investment: fundamentals and finance », *NBER Macroeconomics Annual*.
- GOLDMAN SACHS (1999),
« US: how far can the bond market do the Fed's dirty work? », *Global Economics Weekly*, 17 novembre.
- GREENSPAN, A. (1999),
« Introductory remarks », dans *New Challenges for Monetary Policy*, Colloque parrainé par la Federal Reserve Bank de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26-28 août.
- HA, Y. (1999),
« Uncertainty about the length of the monetary policy transmission lag: implications for monetary policy », Economics Department, Reserve Bank of New Zealand, *Sveriges Riksbank Monetary Policy Workshop*, août.
- HALDANE, A.G. (1997),
« Designing inflation targets », rapport présenté à la Conférence de la Reserve Bank of Australia sur le thème *Monetary Policy and Inflation Targeting*, juillet.
- KATO, R., T. UI et T. WATANABE (1999),
« Asymmetric effects of monetary policy: Japanese experience in the 1990s », *document non publié*.
- MYLONAS, P., S. SCHICH et G. WEHINGER (2000),
« A changing financial environment and the implications for monetary policy », *Document de travail n° 243 du Département des affaires économiques de l'OCDE*.
- REIFSCHEIDER D. et J.C. WILLIAMS (1999),
« Three lessons for monetary policy in a low inflation era », Federal Reserve Board, Washington, septembre.
- SHUETRIM, G. et C. THOMPSON (1998),
« The implications of uncertainty for monetary policy », *Reserve Bank of New Zealand Conference on Monetary Policy under Uncertainty*, 29-30 juin.
- STARR-McCLUER, M. (1998),
« Stock market wealth and consumer spending », *document non publié*, Federal Reserve Board, Washington.

TRACY, J., H. SCHNEIDER et S. CHAN (1999),
« Are stocks overtaking real estate in household portfolios? », *FRBNY Current Issues in Economics and Finance*, vol. 5, n° 5, avril.

VICKERS, J. (1999),
« Monetary policy and asset prices », *Intervention à la 31^e Conférence annuelle du Money, Macro and Finance Group*, Université d'Oxford, Royaume-Uni, 22 septembre.

SOURCES

Graphique 1

États-Unis: Communiqué statistique de la Réserve fédérale, *Flow of Funds Account of the United States*, divers numéros.

Japon: Agence de planification économique, *Annual Report on National Accounts*, 1999. Les valeurs de 1998 sont tirées de *Flow of Funds Accounts* de la Banque du Japon (et ne sont pas strictement comparables avec les années précédentes). Les chiffres des actifs réels de 1998 sont des estimations tenant compte de l'augmentation des prix des logements.

Allemagne: Deutsche Bundesbank, *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank*.

France: INSEE, *25 ans de Comptes de Patrimoine (1969-1993)* et *Rapport sur les Comptes de la Nation*. Les valeurs de 1998 sont des estimations fondées sur les *Tableaux des opérations financières* de la Banque de France. Les chiffres des actifs réels de 1998 sont des estimations tenant compte de l'augmentation des prix des logements.

Italie: Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*; Ando, A., L. Guiso et I. Visco (1994), *Saving and the Accumulation of Wealth*; OCDE, *Comptes financiers des pays de l'OCDE*.

Royaume-Uni: Bureau central de statistique, *United Kingdom National Accounts, Financial Statistics*.

Graphique 2

États-Unis: Communiqué statistique de la Réserve fédérale, *Flow of Funds Accounts of the United States*, divers numéros.

Japon: Agence de planification économique, *Annual Report on National Accounts*, 1999. Les valeurs de 1998 sont tirées du *Flow of Funds Accounts* de la Banque du Japon (et ne sont pas strictement comparables avec celles des années précédentes). Les chiffres des actifs réels de 1998 sont des estimations tenant compte de la hausse de l'indice implicite des prix de la formation de capital fixe dans le secteur privé non résidentiel. Les valeurs boursières ont été ajustées pour tenir compte des participations croisées sur la base des estimations de Shuichi Uemura et Takeshi Kimura, « Japanese share prices », *Conference papers de la BRI* vol. 5, Bâle, mars 1998, pp. 139-176.

Allemagne: Deutsche Bundesbank, *Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1996 (Comptes annuels des entreprises ouest-allemandes 1971 à 1996)*, mars 1999 et « Rentabilité et financement des entreprises ouest-allemandes en 1998 », dans le rapport mensuel de la *Deutsche Bundesbank*, mars 2000, pp. 31-54.

France: INSEE, *Comptes Nationaux*. Les données sont tirées de ESA 1980. Toutefois, les données tirées de ESA 1995 font apparaître des valeurs beaucoup plus faibles pour les actifs, essentiellement en raison des réductions dans la valeur des actions non cotées. Les données chronologiques établies selon la nouvelle méthodologie ne remontent pas pour le moment au-delà de 1995. Les valeurs de 1998 sont des estimations fondées sur les *Tableaux des opérations financières* de la Banque de France. Les chiffres des actifs réels de 1998 sont des

estimations tenant compte de l'augmentation de l'indice implicite des prix de la formation de capital fixe dans le secteur privé non résidentiel. L'ajustement au titre des participations croisées a été estimé par le Secrétariat de l'OCDE.

Italie: Banca d'Italia, Comptes financiers (non publié).

Royaume-Uni: Office for National Statistics, Londres, *Financial Statistics*, divers numéros.