

ENS LYON – SESSION 2017 - ECONOMIE
EPREUVE COMMUNE SUR DOSSIER : ORAL

Jury : Marie Eyquem-Renault et Claire Silvant

A L'ATTENTION DU (DE LA) CANDIDAT(E)

Vous devez impérativement :

- 1- écrire lisiblement vos noms et prénoms,
- 2- signer, ci-dessous,
- 3- remettre votre sujet au jury et lui présenter votre pièce d'identité munie d'une photographie.

Nom :

Prénom :

Signature :

Sujet : La politique monétaire et les bulles financières

Document 1 : C. BLOT, P. HUBERT et F. LABONDANCE, « La politique monétaire crée-t-elle des bulles ? », Revue de l'OFCE, n°144, 2015.Extrait.

Document 2 : F. S. MISHKIN, « Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ? », Revue de la stabilité financière n° 12, Banque de France, octobre 2008. Extrait.

Document 3 : X. RAGOT, C. THIMANN et N. VALLA, « Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité », Les notes du conseil d'analyse économique, n° 36, décembre 2016. Figures 1 et 2.

Document 1 :

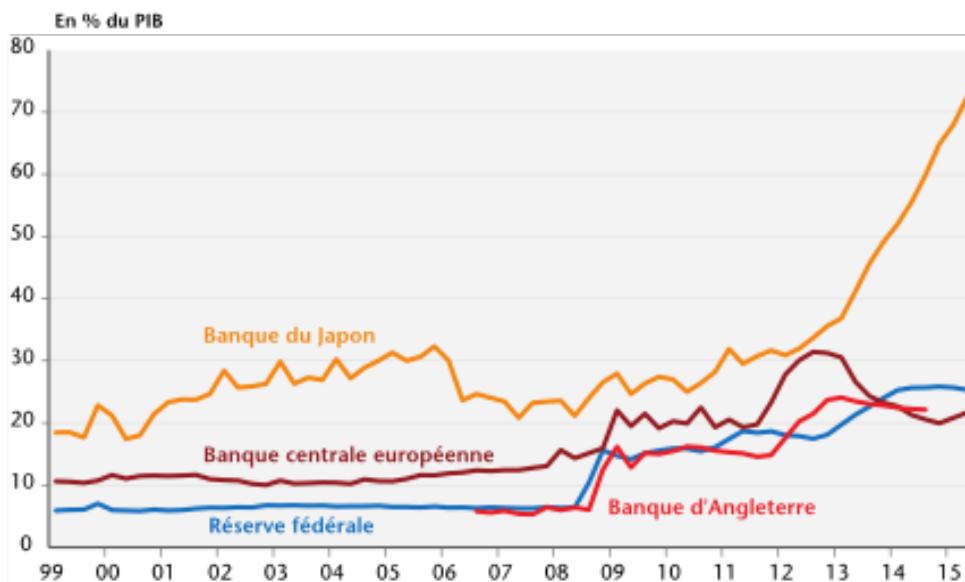
« Depuis 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des politiques monétaires très expansionnistes afin de soutenir l'activité et d'empêcher les économies des pays industrialisés de tomber en déflation. Dans un

contexte fortement récessif, la baisse des taux directeurs a rapidement atteint le seuil plancher de 0 % (*ZLB* pour *zero lower bound*) conduisant les banques centrales à recourir à des mesures non-conventionnelles. Ces politiques se sont traduites par une expansion de leurs bilans, reflétant les liquidités fournies par les banques centrales aux systèmes financiers. Ces différentes mesures suscitent de nombreuses interrogations quant à leur impact sur l'activité réelle mais aussi la crainte qu'elles pourraient alimenter de nouvelles bulles spéculatives sur différents types d'actifs[...]

Les critiques sur le rôle de la politique monétaire dans le développement des bulles furent notamment avancées par Taylor (2009) qui suggère que le bas niveau des taux d'intérêt pratiqué par la Réserve fédérale entre 2001 et 2004 a contribué à l'émergence d'une bulle sur le marché immobilier américain et, partant de là, au boom des prêts subprime et des produits structurés.

Plus récemment, ce risque est dénoncé par de nombreux éditorialistes et économistes de banques d'investissement qui pointent en particulier les programmes de quantitative easing (QE) par lesquels les banques centrales achètent des titres (essentiellement des obligations publiques). Les montants des interventions sont effectivement colossaux. Ainsi, dans son programme lancé en mars 2015, la BCE envisage des achats d'obligations émises par les gouvernements de la zone euro pour un montant de 1 100 milliards d'euros (soit 10,9 points de PIB de la zone euro). Le programme de la BCE suit celui mis en œuvre plus tôt par la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale. Entre mars 2009 et juillet 2012, les achats de la Banque d'Angleterre se sont élevés à 375 milliards de livres (soit plus de 20 points de PIB et l'équivalent de 520 milliards d'euros) tandis que le cumul d'achat d'actifs par la banque centrale américaine dépasse 3 800 milliards de dollars (soit près de 22 points de PIB et l'équivalent de 3 400 milliards d'euros). La Banque du Japon a également largement recours à différentes mesures non-conventionnelles qui ont eu pour conséquence d'entraîner une explosion de son bilan qui dépasse désormais 70 % du PIB ; soit un record relativement à celui des autres banques centrales (graphique 1). De fait, l'efficacité de ces mesures résulte en partie des réallocations de portefeuille induites par les achats d'actifs et donc de l'effet sur les autres prix d'actifs. »

Graphique 1. Taille du bilan des banques centrales



Sources : BCE, BoE, BoJ, Réserve fédérale.

Document 2 :

« Afin de déterminer comment la politique monétaire, notamment, doit réagir face aux bulles, il faut d'abord examiner les effets des prix des actifs sur l'inflation et sur l'ensemble de l'activité économique. Ces effets s'exercent via plusieurs mécanismes. En particulier, les prix des actifs indiquent si les investissements sont rentables, ont un impact sur le patrimoine des ménages et influencent le coût du capital pour ces derniers et pour les entreprises. Ainsi, une progression des cours boursiers due à des fondamentaux tels qu'une baisse des taux d'intérêt ou une croissance plus forte de la productivité, ou à des facteurs favorisant une bulle, comme une « exubérance irrationnelle », dynamise l'investissement des entreprises en réduisant le coût du capital et stimule la demande des ménages en accroissant leur patrimoine. D'autres variations des prix des actifs ont une incidence analogue. Les fluctuations qui en résultent dans l'utilisation des ressources font évoluer l'inflation.

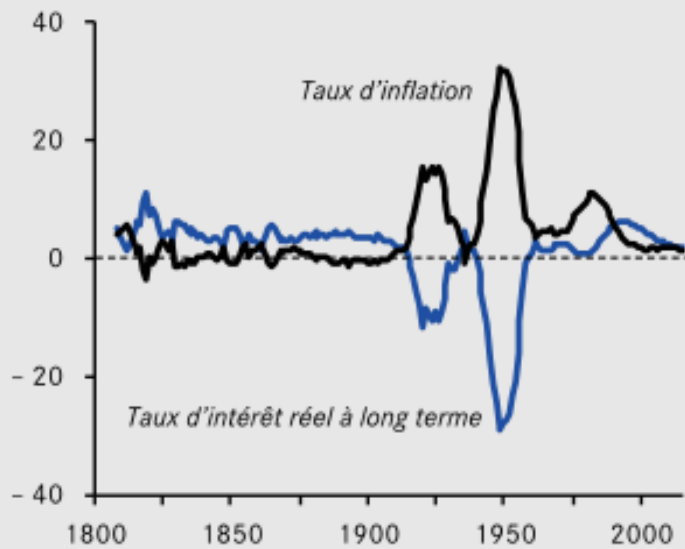
Les effets que les prix des actifs exercent sur la demande et sur l'inflation à travers les mécanismes traditionnels (patrimoine et coût du capital) font directement partie du champ d'action classique de la politique monétaire. J'y reviendrai un peu plus loin. Cependant, les bulles de prix d'actifs ne se ressemblent pas toutes, et certaines posent des problèmes qui ne sont pas du ressort de la politique monétaire mais relèvent du cadre réglementaire plus large qui régit notre système financier. Elles peuvent notamment avoir davantage de répercussions économiques et, en contribuant à l'instabilité financière, susciter des préoccupations supplémentaires pour les autorités. L'histoire financière révèle un enchaînement d'événements types: en raison d'anticipations exubérantes des perspectives économiques ou de changements structurels sur les marchés financiers, un essor du crédit s'amorce, ce qui accroît la demande et le prix de certains actifs. À son tour, cette appréciation encourage l'octroi de nouveaux prêts adossés à ces actifs, et, par conséquent, une hausse encore plus forte de la demande et des prix. Cette interaction peut créer une bulle, qui entraîne un assouplissement des conditions de crédit, car les prêteurs deviennent moins regardants sur la capacité des emprunteurs à rembourser et tablent sur la poursuite de l'appréciation de l'actif sous-jacent pour se protéger des pertes.

Mais la bulle éclate à un moment ou à un autre. L'effondrement des prix des actifs provoque alors une inversion de la situation : les prêts se dégradent, les prêteurs restreignent l'offre de crédit, la demande d'actifs continue de reculer et leurs prix encore plus. Les pertes sur prêts et la dépréciation des actifs qui en résultent érodent les bilans des institutions financières, faisant encore plus reculer le crédit et l'investissement sur un large éventail d'actifs. L'amenuisement des prêts déprime les dépenses des entreprises et des ménages, ce qui affaiblit l'activité économique et intensifie le risque macroéconomique sur les marchés du crédit. Dans le cas extrême, après l'éclatement de la bulle, l'interaction entre les prix des actifs et la santé des institutions financières peut mettre en péril le fonctionnement de l'ensemble du système financier.

Précisons que les bulles des prix d'actifs n'induisent pas toutes de tels risques pour le système financier. Par exemple, la bulle des valeurs technologiques, à la fin des années quatre-vingt-dix, n'a pas été alimentée par une interaction entre les prêts bancaires et l'appréciation des cours boursiers, et son éclatement ne s'est pas accompagné d'une nette détérioration des bilans bancaires. Néanmoins, certaines bulles touchant les prix d'actifs peuvent avoir davantage d'effets délétères sur le système financier que d'autres. Notre cadre réglementaire doit donc être élaboré en conséquence. »

Document 3 :

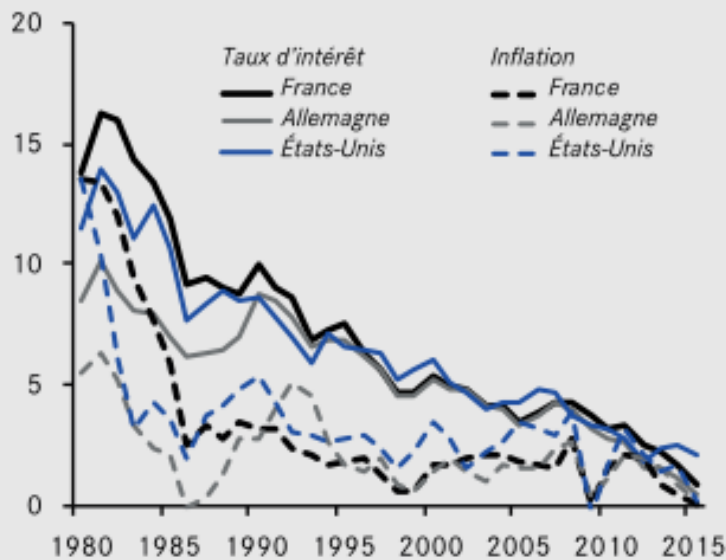
1. Taux d'intérêt réel et inflation, France, 1800-2015, moyenne mobile sur 10 ans, en %



Lecture : Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt nominal sur les emprunts publics à 10 ans déflaté par l'inflation annuelle des prix à la consommation.

Source : Levy-Garboua V. et É. Monnet (2016) : « Les défis d'une économie à taux zéro », *Revue Trimestrielle de l'Association d'Économie Financière*, n° 121, mars.

2. Taux d'intérêt nominaux à 10 ans et inflation en %



Source : OCDE (2016).