

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 : Quelles sont les marges de manœuvre de la politique monétaire ?

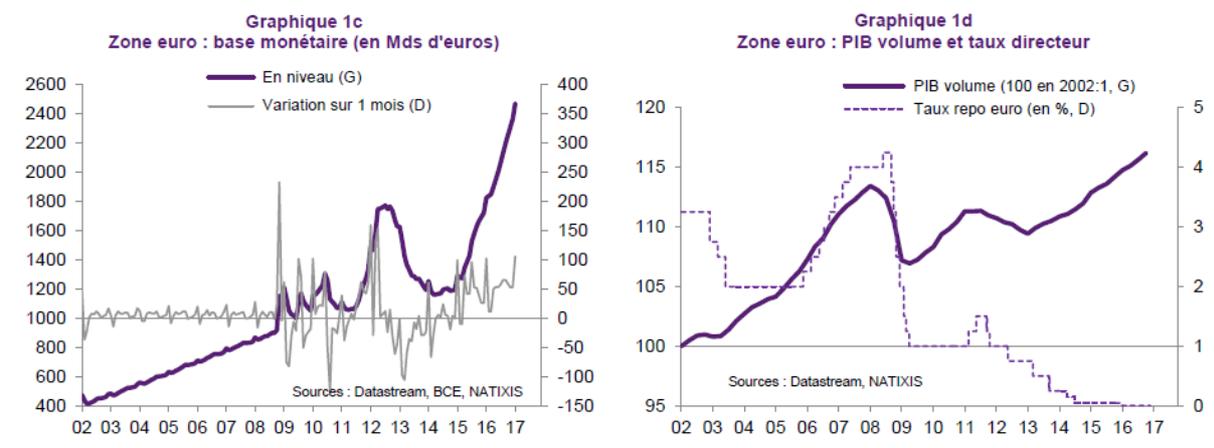
Document 1 : P. ARTUS, 2017, « Zone euro : la coordination des politiques budgétaires n'est nécessaire que si la politique monétaire devient inefficace », *Flash Natixis*, 17 février 2017, n°236.

Document 2 : Ch. BLOT, J. CRÉEL et *al.*, 2015, « La politique monétaire crée-t-elle des bulles ? », n°144, août.

Document 3 : OFCE, *L'économie européenne 2016*, Repères, La Découverte. Extrait, Chap. VI, La Banque centrale européenne et la stabilité financière.

Document 4 : A. BÉNASSY-QUÉRÉ, L. BOONE, et V. COUDERT, 2015, *Les taux d'intérêt*, Repères, La Découverte. Extrait, Chap. II. Les taux d'intérêt à court terme et la politique monétaire.

Document 1 :



Document 2 :

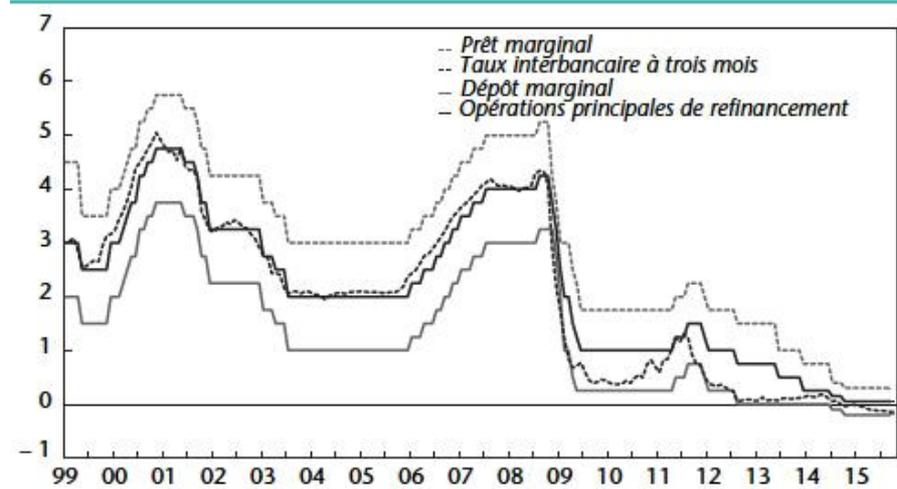
Depuis 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des politiques monétaires très expansionnistes afin de soutenir l'activité et d'empêcher les économies des pays industrialisés de tomber en déflation. Dans un contexte fortement récessif, la baisse des taux directeurs a rapidement atteint le seuil plancher 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. L'objectif de cette étude est d'apporter quelques éléments de réponse en analysant pour trois marchés (actions, immobilier et obligataire) l'impact des différentes mesures de politique monétaire sur la composante des prix d'actifs qui n'est pas expliquée par un ensemble de déterminants, qualifiés de fondamentaux. 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. 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. Plus généralement, le canal des prix d'actifs est un vecteur important de la transmission de la politique monétaire conventionnelle. Ce canal, et l'effet de la politique monétaire sur les prix d'actifs de façon plus générale, est d'ailleurs largement étudié dans la littérature (voir par exemple Rigobon et Sack, 2004 ou Bernanke et Kuttner, 2005). Cependant, peu de travaux distinguent dans l'évolution des prix d'actifs ce qui relève de la valeur fondamentale de ce qui relève de la bulle. Si la définition et surtout l'identification des bulles de prix d'actif reste soumise à une forte incertitude, il n'en demeure pas moins qu'il est essentiel pour les banquiers centraux de comprendre précisément l'impact de leur décision. En effet, si l'effet recherché

d'une politique monétaire expansionniste (respectivement restrictive) est bien de stimuler (respectivement freiner) la demande finale *via* la hausse (respectivement la baisse) des prix d'actifs, il n'est pas de créer des bulles dont l'éclatement met en péril le fonctionnement du système financier, génère une mauvaise allocation du capital et provoque des récessions.

Document 3 :

Les outils conventionnels de la BCE



Document 4 : Actif total de quatre banques centrales (en % du PIB, base 100 au deuxième trimestre 2006)

