

CHAPITRE 6

LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE CONTRACYCLIQUE

Introduction et résumé

La crise conduit à repenser les cadres de politique économique

Dans la plupart des pays de l'OCDE, la crise économique a mené l'action publique à un point de rupture. Mais, à l'heure où les économies se ressaisissent, il est temps de tirer des enseignements sur la façon dont les politiques peuvent mieux prévenir la formation de déséquilibres majeurs et les désalignements des prix des actifs, à l'origine de la crise. En outre, la conception des politiques devrait également tendre à renforcer la capacité des économies à faire face à des chocs négatifs sur la production de grande ampleur¹.

La politique économique devra être plus prudente pendant les phases de reprise

Un des enseignements qui découle de la gravité de la récession est que la politique économique, et ce dans divers domaines, devra faire preuve d'une plus grande prudence pendant les phases de reprise et se montrer capable de créer des marges de sécurité plus amples pour permettre de réagir à des chocs négatifs prononcés. Les principales conclusions des travaux récents de l'OCDE sur la politique économique contracyclique sont les suivantes :

- Les décisions politiques sont nécessairement prises dans un environnement incertain. Dans la mesure du possible, elles devront être suffisamment robustes pour faire face à des informations erronées concernant le fonctionnement de l'économie, la nature des chocs économiques ou les conséquences des politiques. Des mesures d'évaluation des risques, tels que les mécanismes d'alerte précoce, devraient également être mis en place.
- La capacité de réaction de la politique budgétaire face à une récession est contrainte, au départ, par les niveaux des déficits budgétaires et de l'endettement. Plus la situation budgétaire est défavorable, plus faible est la réactivité effective et potentielle des pouvoirs publics face à des chocs négatifs. Des règles budgétaires peuvent aider à prévenir la prochaine récession en permettant une consolidation plus rapide durant la phase de reprise. Mais des règles inadaptées peuvent avoir un effet déstabilisateur et induire des comportements qui tendent à respecter la règle à la lettre, mais non son esprit.
- La politique monétaire et financière doit être repensée à la lumière de la crise, de manière à améliorer l'articulation

1. De récents travaux du Département des affaires économiques de l'OCDE examinent l'interaction des politiques avec le cycle au fil du temps et analysent les questions stratégiques de manière approfondie (Sutherland *et al.*, 2010).

entre stabilité économique et financière. S'il est difficile de détecter les bulles spéculatives des prix des actifs, les contenir au moyen de la politique monétaire pourrait provoquer de graves dommages collatéraux sur l'activité. Toutefois, il est envisageable de s'y appuyer si la hausse des prix des actifs est tirée par une flambée du crédit et que la réglementation financière n'est pas jugée suffisamment robuste.

- La politique financière doit renforcer la réglementation micro prudentielle, notamment en se constituant des matelas de fonds propres et de liquidité afin que les institutions financières puissent résister à ces chocs. Les interventions réglementaires devraient cibler les bulles naissantes induites par le crédit, et les politiques macro-prudentielles s'adresser aux carences systémiques. Comme l'a démontré la crise financière, ces actions doivent tenir compte de l'internationalisation des liens financiers.
- Les ajustements des politiques structurelles, notamment dans des domaines de la fiscalité et du logement, peuvent améliorer la résilience de l'économie face aux chocs et influencer sur le niveau d'endettement des ménages et des entreprises.
- Dans plusieurs cas de figures, une plus grande coordination des politiques serait souhaitable. La réglementation effective des secteurs financiers gagnerait d'une plus grande coordination internationale visant à renforcer les règles de jeu uniformes et minimiser les possibilités d'arbitrages réglementaires. Face à des chocs communs de grande ampleur, une coordination internationale des réponses budgétaire et monétaire serait appropriée.

La nature du cycle

Les politiques macroéconomiques ont contribué à réduire l'instabilité, malgré l'apparition de fragilités

Depuis le milieu des années 80, les cycles d'activité ont été marqués par des amplitudes plus faibles et des durées plus longues durant les phases expansionnistes, et moins de récessions. Les politiques monétaires et structurelles ont apparemment contribué à la « grande modération » (graphique 6.1) en assurant un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes, atténuant les rigidités qui entravaient l'ajustement économique aux chocs. Cependant, la réduction de l'instabilité macroéconomique s'est accompagnée d'une plus grande volatilité des prix des actifs. L'envers de la médaille, a été une prise de risque accrue qui, conjuguée aux innovations des marchés des capitaux, a alimenté une forte poussée de l'endettement du secteur privé, qui s'est avérée être une source de fragilité dans de nombreux pays (graphique 6.2).

L'activité du secteur bancaire est devenue plus procyclique...

Le système bancaire est devenu plus procyclique. Ainsi, le pourcentage des actifs des banques dans le PIB est devenu plus étroitement corrélé au cycle de l'activité économique depuis la fin des années 70, et cette évolution s'est accompagnée d'une augmentation

du nombre de crises bancaires. De surcroît, les banques ont accru leur endettement (même si cette situation a été en partie dissimulée aux régulateurs), et dans de nombreux pays leur structure de financement a cessé de reposer sur les dépôts.

... pour un certain nombre de raisons...

Le comportement procyclique de l'offre de crédit peut être dû à plusieurs raisons. Premièrement, les provisions en fonds propres des banques, liées au risque perçu des actifs, peuvent induire une certaine pro-cyclicité si, par exemple, les établissements ont plus de facilité à ajuster leurs prêts que leurs fonds propres face à une réévaluation du risque des actifs. Deuxièmement, les provisions pour les créances douteuses peuvent être procycliques, dans la mesure où elles augmentent fortement dans les phases de récession. En baissant les profits, cela est susceptible de peser sur la capacité de prêt des banques. L'évolution des bilans et des comptes des banques a renforcé la pro-cyclicité. Ainsi, les banques qui détiennent de nombreux actifs non liquides ou qui dépendent de ressources à court terme peuvent être sujettes à une forte pro-cyclicité des prêts en cas d'assèchement des liquidités. Parmi les autres facteurs qui peuvent influencer la pro-cyclicité des prêts, on citera l'évaluation des risques, excessivement procyclique, et des politiques de rémunération encourageant des prises de risques excessives. Dans une certaine mesure, cette situation est le reflet de la réglementation, même si un certain nombre de pays ait tenté de remédier à quelques-uns de ces problèmes. En Espagne, par exemple, les régulateurs du secteur bancaire ont cherché à atténuer le caractère cyclique du provisionnement en instaurant un régime de « provision dynamique » qui incite les banques à constituer ces dernières en période faste pour mieux absorber les pertes au cours des périodes plus difficiles.

... ce qui peut amplifier l'instabilité des cycles économique

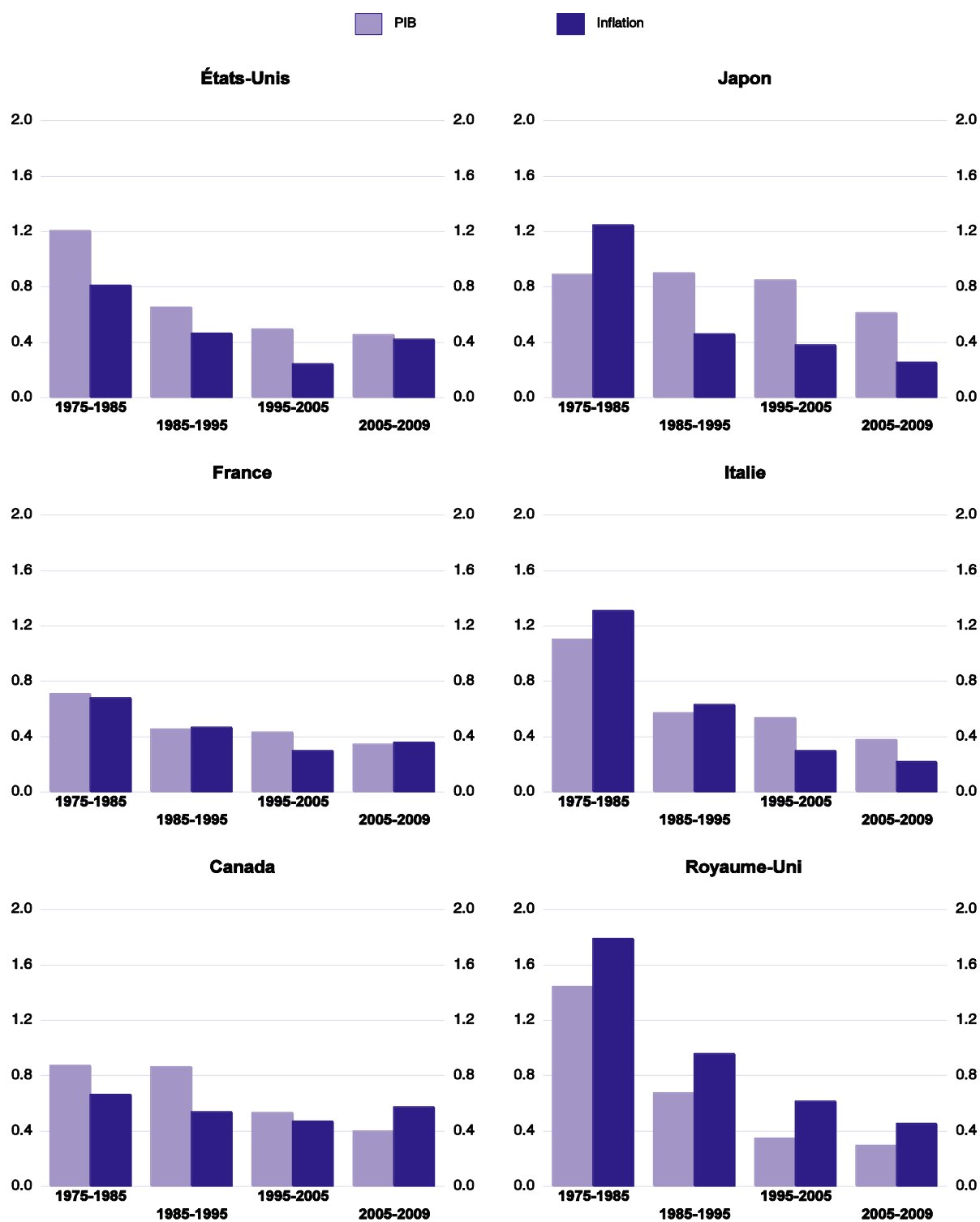
La pro-cyclicité du secteur bancaire peut amplifier les cycles de la sphère réelle de l'économie, et l'instabilité des marchés financiers peut conduire à de graves récessions, ainsi que l'a encore démontré la crise récente. De même, la montée en puissance des marchés de valeurs mobilières a créé de nouveaux risques de vulnérabilité dans la mesure où ces derniers sont sujets à un assèchement des liquidités en période de tensions.

Les chocs du secteur financière peuvent se propager à l'étranger très rapidement

Les chocs financiers issus des États-Unis en 2007 et en 2008 se sont répercutés au reste du monde avec un délai remarquablement bref. L'intégration des marchés des capitaux, opérant par le biais des flux financiers, des pertes sur crédits et des effets de valorisation, et de l'ouverture des échanges, ont été les principaux vecteurs de la rapidité et de la force de cette transmission, amplifiée par le commerce intra branches à l'intérieur de sous-groupes de pays. Les petites économies ouvertes, en particulier, sont plus vulnérables face à ces chocs car leur degré d'ouverture commerciale est souvent un multiple de celui des grands pays, alors que leurs marchés de capitaux manquent souvent de profondeur. De plus, un degré élevé de synchronisation peut imposer des limites quand à la capacité d'un pays à stabiliser son économie, nécessitant une plus grande coordination internationale des politiques.

Graphique 6.1. La grande modération

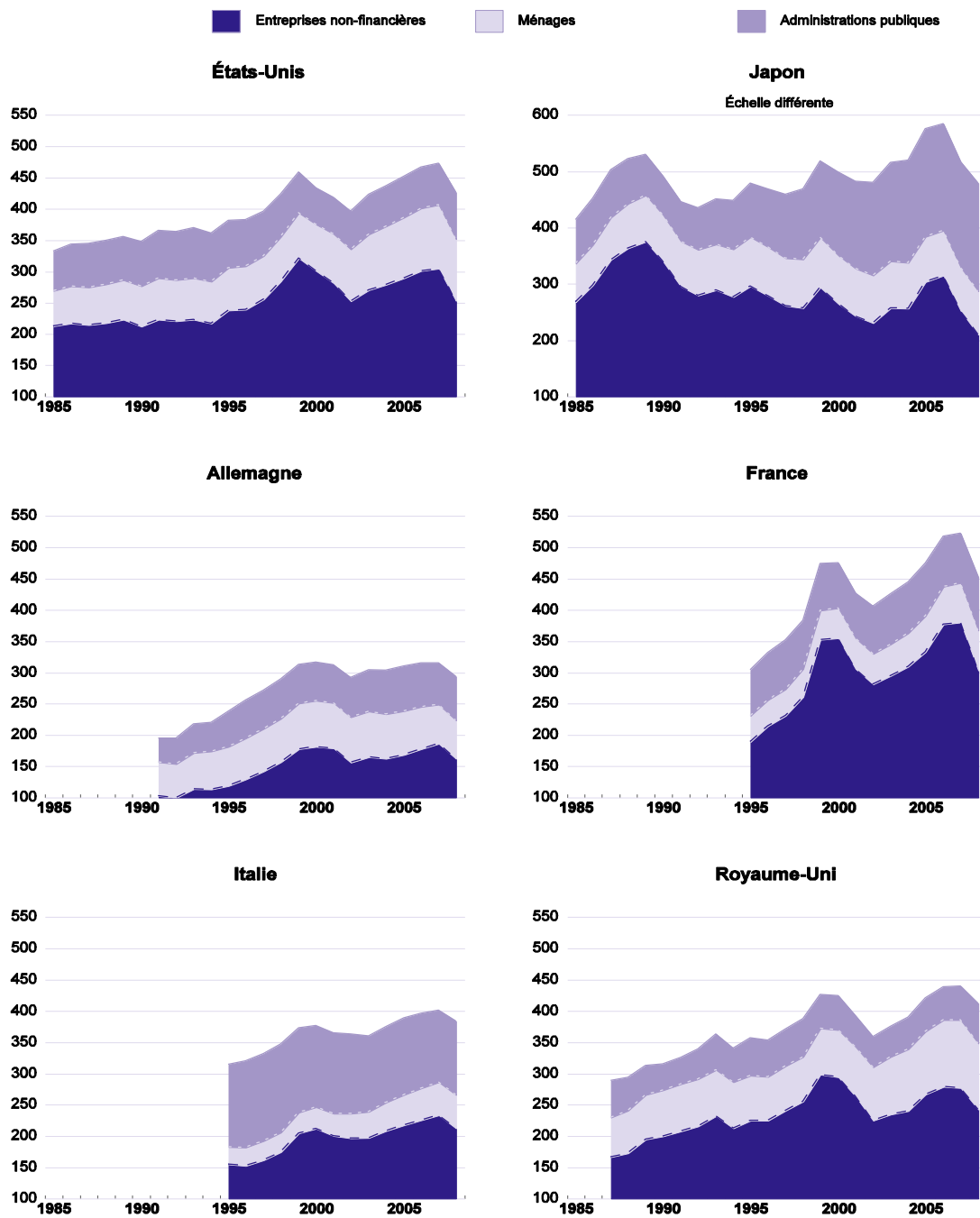
Moyenne pour chaque période des écarts-types glissants sur 20 trimestres du taux de croissance trimestriel du PIB en volume et du taux d'inflation trimestriel, mesuré par l'IPC



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n°87.

Graphique 6.2. Engagements financiers des ménages, des administrations publiques et des entreprises non-financières

En pourcentage du PIB



Source : Comptes nationaux annuels de l'OCDE.

Lissage du cycle

Si la stabilisation macroéconomique est fortement recommandée, son degré optimal dépend d'un certain nombre de facteurs

La politique macroéconomique devrait contribuer à stabiliser la production et l'inflation, dont les fortes fluctuations ne peuvent être appréhendées seules par les ménages et les entreprises. En outre, les périodes de récessions fortes et prolongées peuvent réduire la capacité productive de l'économie, en ayant des effets sur les niveaux du chômage structurel (voir chapitre 5), et justifie d'autant plus une réponse vigoureuse des pouvoirs publics pour en amortir les conséquences. Si les efforts de stabilisation sont tout à fait fondés, le degré requis est plus difficile à déterminer. Pour cela, il est nécessaire de prendre en compte les facteurs suivants :

- La prédominance des chocs économiques sur l'offre ou sur la demande. Les mesures macroéconomiques de stabilisation ont, en général, une action plus directe sur un choc de la demande agrégée, mais risquent d'entraver l'ajustement nécessaire face à un choc durable du côté de l'offre.
- La nature de l'économie, les types de perturbations auxquelles elle est exposée et sa capacité à résister aux chocs influent aussi sur le degré et la nature des mesures de stabilisation. À titre d'exemple, les petites économies ouvertes peuvent rencontrer plus de difficultés pour stabiliser leur économie en raison du fait qu'elles soient plus exposées aux chocs externes. Ces dernières devraient d'avantage recourir aux mesures politiques qui permettent d'améliorer la résilience de l'économie.
- Si elles ne sont pas conçues avec soin, les mesures de stabilisation peuvent nuire à la « stabilité des instruments ». Plus précisément, les tentatives de réglage de précision de l'économie peuvent exiger des mesures publiques d'ampleur croissante pour neutraliser les effets des décisions passées. Ce problème peut s'avérer important, car il est susceptible de compromettre la crédibilité de la politique économique.

La politique monétaire est généralement le principal instrument de stabilisation de l'économie...

La politique monétaire offre de nombreux outils pour stabiliser à la fois l'inflation et la production. En revanche, l'importance accordée aux objectifs de stabilisation de l'un ou de l'autre diffère entre les pays. Dans certains d'entre eux, comme aux États-Unis, la banque centrale a pour mandat explicite de cibler à la fois l'inflation et la production, alors que dans d'autres, tels qu'au Royaume-Uni, seul l'objectif d'inflation est visé. En dépit de ces différences d'objectifs, la politique monétaire s'est révélée très efficace pour modérer les taux d'inflation et réduire leur volatilité. Cela en grande partie, grâce à un ancrage réussi des anticipations de l'inflation à des niveaux bas et stables. Ce succès appelle toutefois des réserves. Premièrement, dans certains pays, la politique monétaire menée durant les années 2000 semble avoir changé, du moins si l'on en juge la comparaison entre le

taux d'intérêt effectif à court terme et les prévisions basées sur les déviations des taux d'inflation par rapport à leurs objectifs et sur les évolutions de la production (règle de Taylor) (encadré 6.1). Deuxièmement, dans les petites économies ouvertes, où les changements de la politique monétaire peuvent entraîner des fluctuations soudaines et inopportunes du taux de change, et dans les pays de la zone euro, seule la politique monétaire en vue d'une stabilisation risque d'être insuffisante, cette dernière devant être soutenue au moyen de la politique budgétaire. De fait, dans les pays de la zone euro, il est peu probable qu'une politique monétaire commune réponde aux différents besoins de stabilisation de tel ou tel pays.

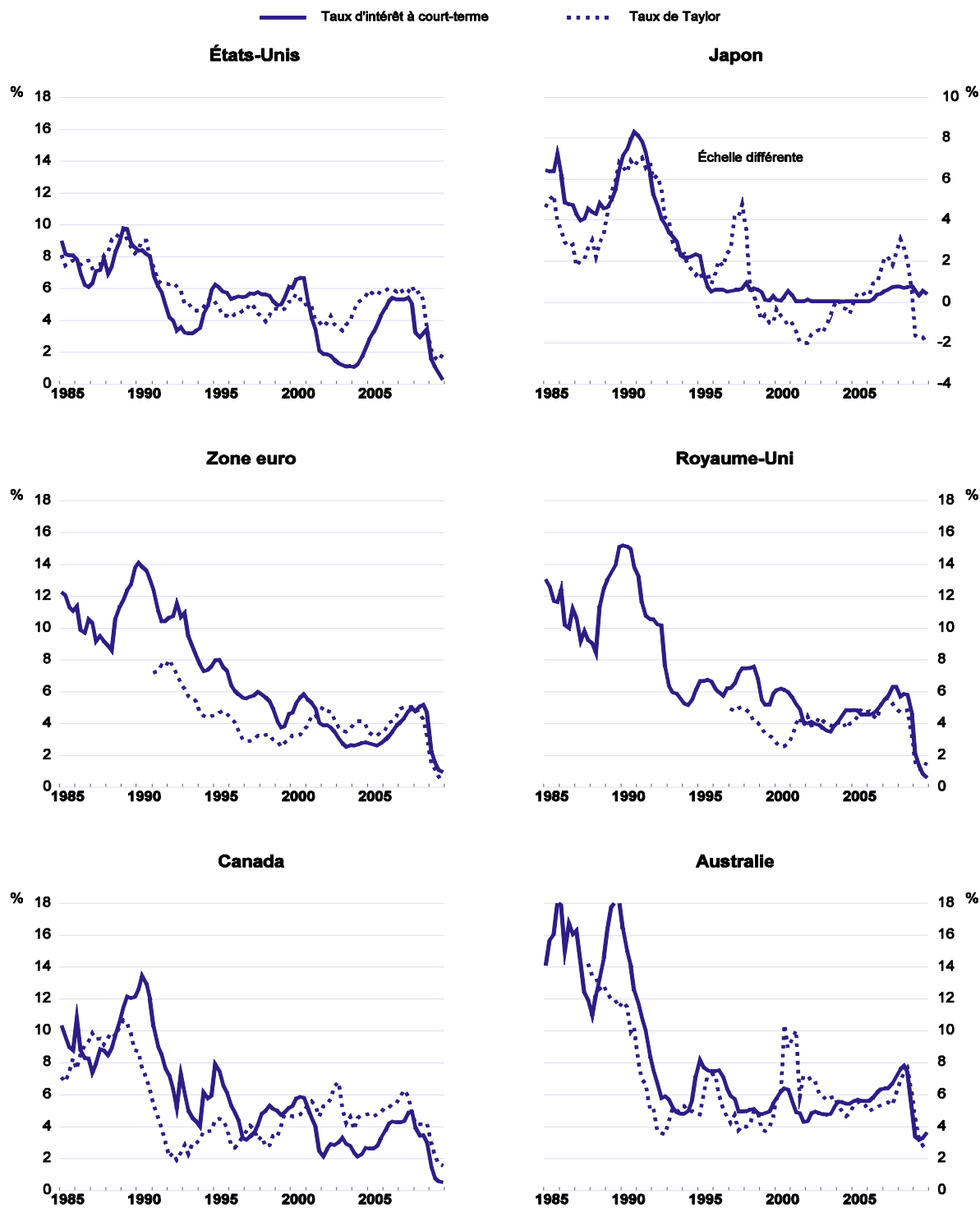
... tandis que la politique budgétaire amortit les chocs par le biais des stabilisateurs automatiques

La politique budgétaire amortit les chocs par le jeu des stabilisateurs automatiques. Par exemple, au cours d'une récession les indemnités de chômage augmentent et les recettes fiscales diminuent. Par conséquent, l'ampleur des stabilisateurs automatiques dépend d'un certain nombre de caractéristiques du système d'impôts et de transferts, cette dernière étant positivement corrélée à la taille du secteur public. Si les stabilisateurs automatiques ont une place importante dans l'arsenal des mesures politiques, ils sont difficiles à optimiser. Les instruments de la politique budgétaire sur lesquels reposent les stabilisateurs automatiques sont généralement conçus pour répondre en premier lieu à des objectifs d'équité ou d'efficience, la stabilisation automatique étant un résultat secondaire. L'ajustement de ces instruments à des fins de stabilisation devrait tenir dûment compte des coûts qui y sont associés.

Encadré 6.1. Règles de Taylor

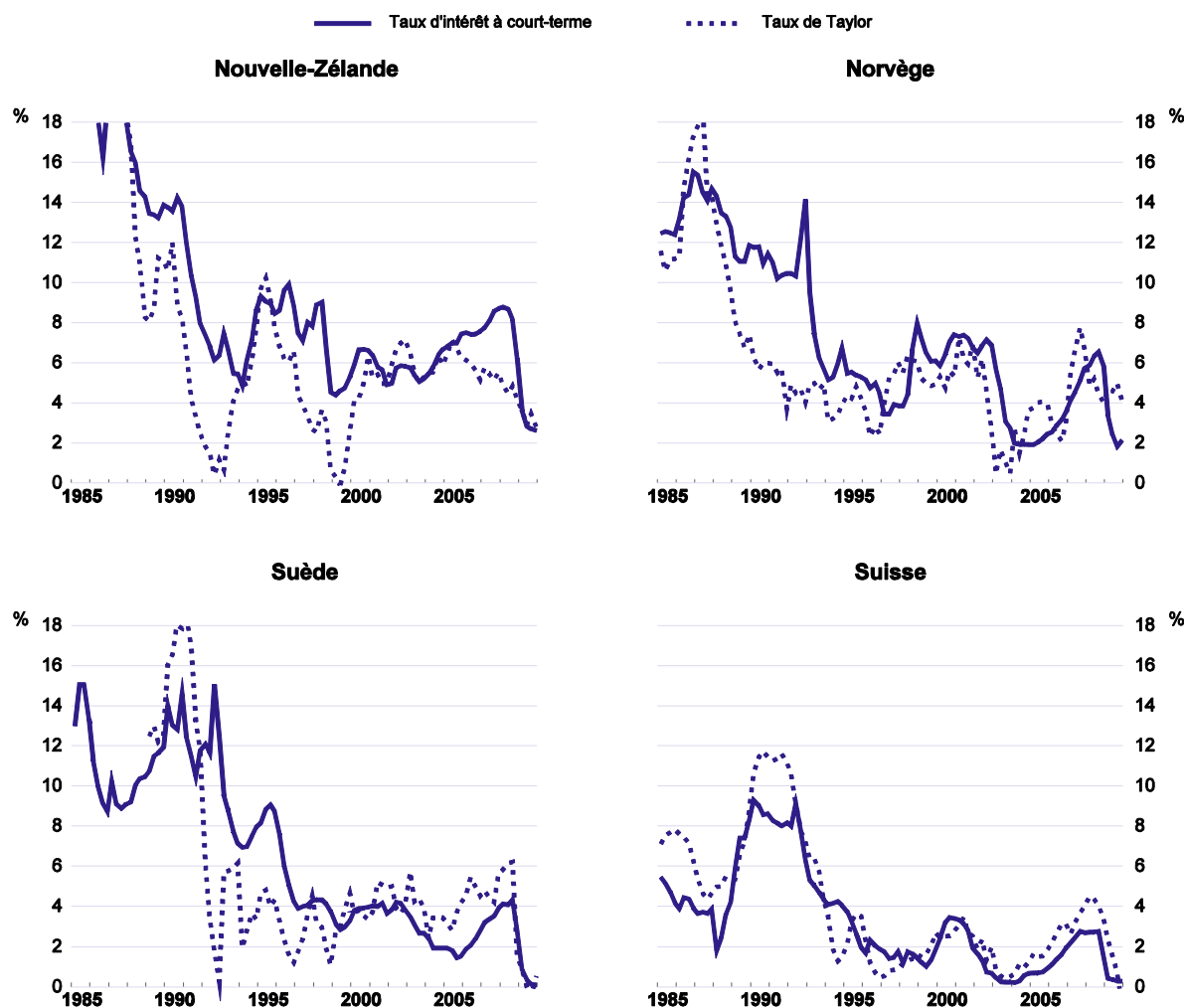
La règle dite de Taylor constitue un étalon de mesure pour évaluer la conduite de la politique monétaire. Elle offre une formule permettant de calculer un taux d'intérêt directeur à court terme de référence, en fonction des écarts du taux d'inflation courant par rapport à l'objectif d'inflation, de l'écart de production et d'un taux d'intérêt approprié et correspondant à une économie en équilibre (taux d'intérêt réel « neutre » ou d'équilibre). À titre d'exemple, lorsque l'inflation dépasse son objectif ou quand l'écart de production devient positif, selon la règle de Taylor, le taux d'intérêt à court terme doit augmenter. Des analyses empiriques tendent à montrer qu'une politique monétaire compatible avec les règles de Taylor peut contribuer à une politique de stabilisation. Dans les pays de l'OCDE, la politique monétaire a répondu aux variations de l'inflation et de la production d'une manière largement conforme à ce que prévoyait la règle de Taylor, bien que certains écarts prononcés et persistants aient pu être observés (Ahrend *et al.*, 2008). L'orientation de la politique monétaire aux États-Unis et au Canada, par exemple, a été relativement souple entre le début et le milieu des années 2000 (voir graphique). Certains écarts entre les taux d'intérêt à court terme et les taux selon la règle de Taylor peuvent être expliqués, en partie, en raison d'une différence de pondération assignée aux écarts de l'inflation effective et de la production dans la fonction de détermination du taux d'intérêt. Une autre raison, tient au fait que la règle de Taylor, basée sur des données rétrospectives, n'intègre pas les facteurs actuels qui influencent les décisions de politique monétaire. En particulier, les informations disponibles au moment de la prise de décision diffèrent et les pressions sur l'inflation et sur la production ne sont pas nécessairement incorporées dans les mesures contemporaines de l'inflation et de l'écart de production (Bernanke, 2010). De fait, lorsque le caractère prospectif de la politique monétaire est explicitement pris en compte, une analyse empirique des taux d'intérêt montre que le « principe de Taylor » s'applique même dans le cas des États-Unis et du Canada, les taux d'intérêt réagissant de façon plus que proportionnelle aux variations du taux d'inflation. On considère le plus souvent que cela est compatible avec la stabilisation de l'inflation (Sutherland, 2010).

Encadré 6.1. Règles de Taylor (continue)
Règles de Taylor et taux d'intérêt réels à court terme



Encadré 6.1. Règles de Taylor (continue)

Règles de Taylor et taux d'intérêt réels à court terme (suite)



Note : Le taux directeur défini selon la règle de Taylor est une fonction d'un taux d'intérêt réel d'équilibre à court terme, de l'écart de production et de l'écart entre l'inflation courante et l'objectif d'inflation implicite. La spécification type, utilisée ici, est donnée par la formule : $r_T = \pi + r^* + \lambda_1(\pi - \pi^*) + \lambda_2 \text{GAP}$, où r_T est le taux d'intérêt de la règle de Taylor, π le taux d'inflation mesuré par l'IPC tendanciel, π^* l'objectif d'inflation, r^* le taux d'intérêt réel d'équilibre, GAP l'écart de production et λ_1 et λ_2 les poids attribués respectivement à la stabilisation de l'inflation et à la stabilisation de la production. Ces poids sont tous les deux présumés égaux à 0.5. Les hypothèses pour l'objectif de stabilité des prix et les taux d'intérêt réels d'équilibre sont conformes aux valeurs données dans Ahrend *et al.* (2008). Pour le Japon, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation à 1.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 1.2 %. Pour la zone euro, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 1.9 %, et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 2.1 %. Pour le Royaume-Uni, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 2.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 3.0 %. Pour le Canada, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 2.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 2.75 %. Pour l'Australie, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 2.5 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 2.85 %. Pour la Nouvelle-Zélande, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 2.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 3.0 %. Pour la Norvège, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 2.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 2.4 %. Pour la Suède, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 2.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 2.1 %. Pour la Suisse, l'objectif de stabilité des prix correspond à une inflation de 1.0 % et le taux d'intérêt réel d'équilibre est de 1.6 %.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 87.

Une action budgétaire

Dans le cas d'un choc de grande ampleur, la politique budgétaire

discrétionnaire ne devrait être utilisée que dans le cas d'un choc de grande ampleur

peut contribuer à lisser l'activité par le biais de mesures discrétionnaires, comme ce fut le cas des programmes de relance mis en place dans la plupart des pays de l'OCDE lors de la dernière crise. Cet argument vaut a fortiori dans les pays où les stabilisateurs automatiques sont faibles et où la déperdition d'une impulsion budgétaire par le biais des importations est limitée, ou lorsqu'un choc atteint simultanément plusieurs pays. Une intervention budgétaire discrétionnaire peut être un outil puissant, soutenir la politique monétaire et renforcer les stabilisateurs automatiques. En l'absence de problèmes de solvabilité à long terme, des actions budgétaires discrétionnaires et temporaires face à un choc sur la demande stimulent la demande globale et contribuent à réduire l'écart de production². Toutefois, l'influence de telles mesures sur l'activité économique dépend de la façon dont réagissent les agents privés (notamment à savoir s'ils épargnent davantage après la mise en place d'un programme de relance budgétaire –voir l'encadré 1.6, chapitre 1). De nouvelles études empiriques font apparaître que les variations des recettes courantes sont presque intégralement compensées, mais qu'au moins 50 % des dépenses publiques ne le sont pas. Il n'y a pas compensation sur l'investissement public, ce qui en fait l'instrument d'action le plus efficace (Röhn, 2010). Même si l'efficacité de l'investissement public est considérable, il faut tenir compte des délais de mise en œuvre. En particulier, la complexité des grands projets d'investissement et l'importance des contrats, qui exigent de longues négociations, donnent à penser que seuls les projets immédiatement réalisables répondront aux besoins de stabilisation tout en assurant la rentabilité à terme. Lorsque les problèmes de solvabilité à long terme sont plus apparents, par exemple en cas d'endettement public élevé, l'efficacité de la politique budgétaire s'en trouve d'autant plus réduite³.

L'action budgétaire discrétionnaire risque d'être moins efficace en temps normal

La politique budgétaire discrétionnaire agit principalement sur les taux d'imposition, les transferts sociaux et les dépenses publiques, induisant un certain degré d'incertitude dans le cadre de la politique économique. Elle peut, par ailleurs, avoir des effets préjudiciables sur la production à moyen terme, même si ceux-ci doivent être mis en balance avec les effets positifs de la stabilisation. De même, la mise en œuvre de telles mesures peut être relativement lente, pouvant se traduire par une impulsion budgétaire procyclique et non contracyclique, tandis que les facteurs d'économie

-
2. La réponse appropriée est plus difficile à déterminer dans le cas d'un choc du côté de l'offre comparé à un choc sur la demande. En particulier, un choc sur l'offre a des conséquences sur la demande, et en réagissant aux chocs il faudra tenir compte de l'importance relative de l'impact sur l'offre et de l'impact sur la demande. En présence de chocs temporaires, avec une composante du côté de l'offre qui prédomine, une réaction de politique monétaire est le plus souvent appropriée. Toutefois, dans le cas d'un choc durable sur l'offre, la politique macroéconomique devrait tout au plus s'efforcer de lisser les ajustements indispensables. Dans la pratique, il est souvent difficile de distinguer les chocs du côté de l'offre et ceux du côté de la demande.
 3. Les résultats présentés dans Röhn (2010) montrent que la compensation par l'épargne privée devient plus forte dans les pays de l'UE lorsque la dette dépasse 75 % du PIB.

politique peuvent entraver le retrait de ces mesures de relance. Enfin, le fait que les ménages et les entreprises anticipent les interventions discrétionnaires pourrait rendre le cycle plus instable. Ainsi, les entreprises et les ménages peuvent différer un investissement ou l'achat d'une automobile quand l'activité économique ralentit, s'ils anticipent une aide des pouvoirs publics pour stimuler l'investissement ou l'achat de voitures, telle que la « prime à la casse ». Pour toutes ces raisons, l'action budgétaire discrétionnaire n'est pas généralement considérée comme un instrument de stabilisation idéal. En revanche, les mesures discrétionnaires peuvent être utiles lorsque les changements de la politique monétaire déclenchent des fluctuations inopportunes du taux de change. De surcroît, dans la zone euro, la politique budgétaire est le seul instrument national macroéconomique de stabilisation dont disposent les pays. A la lumière des expériences passées, les résultats de l'action budgétaire discrétionnaire n'a été marquée par une forte contracyclicité que dans quelques pays (Australie, Canada, Danemark et États-Unis). En revanche, la politique budgétaire a été généralement procyclique en Autriche, en Belgique, en Hongrie, aux Pays-Bas, en Pologne, au Portugal et au Royaume-Uni (Égert, 2010).

Les politiques structurelles peuvent influencer sur l'endettement et la résilience

Les politiques structurelles ne visent pas essentiellement à accroître la résilience d'une économie, mais elles peuvent également influencer sur la façon dont les chocs affectent l'économie de manière directe ou complémentaire avec la politique macroéconomique. À titre d'exemple, les réformes des politiques du logement et des politiques fiscales offrent des moyens potentiels d'atténuer l'instabilité :

- Les restrictions touchant à l'offre du marché immobilier, notamment la réglementation des zones constructibles, peuvent réduire l'instabilité du secteur de la construction mais tendent à accroître l'instabilité des prix de l'immobilier (van den Noord, 2005).
- Les incitations fiscales en faveur de l'accession à la propriété, telle que la déductibilité des taux d'intérêt hypothécaires, tendent à augmenter l'endettement des ménages et le risque de les rendre plus vulnérables en cas de choc. Les impôts fonciers, assis sur la valeur courante des logements, ont en revanche un potentiel de stabilisation du marché immobilier.
- La politique fiscale qui favorise l'emprunt par rapport au financement sur fonds propres crée des incitations à l'endettement des entreprises, rendant celles-ci, les banques et les autres créanciers plus vulnérables face à des chocs. En effet, on a constaté qu'un niveau élevé du ratio capitaux propres sur endettement était le plus souvent associé avec une plus grande baisse de la production *post*-crise et une plus large perte cumulée (Davis et Stone, 2004).

En général, les politiques et institutions qui atténuent les frictions sur les marchés du travail et des produits peuvent accentuer l'impact initial du choc mais aussi en réduire sa persistance. Ainsi, une législation de protection de l'emploi moins stricte peut se traduire dans un premier temps par un ajustement plus prononcé, mais en réduisant les obstacles à la réallocation des ressources elle peut accélérer les ajustements nécessaires face à un choc durable. À l'inverse, les politiques du marché du travail qui visent à maintenir les individus dans l'emploi, tels que les dispositifs de soutien à la réduction des heures de travaillées, peuvent limiter l'impact initial de la récession en freinant les suppressions d'emploi des travailleurs permanents. Toutefois, ces mécanismes peuvent entraver les ajustements ultérieurs, s'ils sont maintenus trop longtemps (voir chapitre 5).

Incertitude et complexité de l'action des pouvoirs publics

L'incertitude généralisée exige de la circonspection...

Les décisions concernant les mesures appropriées face aux perturbations économiques sont d'autant plus complexes qu'elles doivent faire face à de multiples incertitudes. Celles-ci peuvent avoir trait à la structure de l'économie et la nature des chocs, mais aussi la façon dont les choix politiques affectent l'économie. Aussi, faire preuve de circonspection avant de s'engager sur une politique, en attendant des informations plus pertinentes ou des indications supplémentaires, semble être plutôt recommandable (Brainard, 1967). Cela étant, si les coûts de l'ajournement des décisions, telles que le retrait des dispositifs de relance, s'avèrent élevés au regard de ceux de l'inaction, les changements en termes de décisions politiques devraient être effectués plus rapidement que ne l'implique le principe de Brainard. Plus généralement, le processus de prise de décision devrait mettre moins d'accent sur les informations qui sont semblent les plus incertaines. Aussi, les politiques qui sont les plus aisément réversibles seraient sans doute les plus appropriées dans ces circonstances.

... ou une prudence accrue

Si attendre des informations supplémentaires avant de s'engager vers des choix politiques est un moyen de mieux appréhender l'incertitude (principe de Brainard), il existe une démarche alternative qui consiste à supposer le pire. Dans cette approche, le choix de la politique doit prendre en compte tous les effets attendus sous les différentes hypothèses concernant les chocs (taille et nature des différents chocs, telle que la flambée des prix des produits de base) et le fonctionnement de l'économie (différents types de modèles peuvent saisir plus efficacement différents aspects de l'économie). Ainsi, la politique retenue peut s'écarter du choix optimal lorsqu'il y a peu d'incertitudes sur le fait que cette dernière affecte le moins la fonction de Bien-être en temps normal, et qui se montre raisonnablement performante face à des événements catastrophiques, mais rares, ou à une économie qui fonctionne d'une manière différente de ce qui a été anticipé.

Cette incertitude découle de problèmes de mesure et d'évaluation

La nécessité de bien évaluer l'état actuel de l'économie, de comprendre la nature des chocs et leur propagation se heurte à des incertitudes majeures. Un des points critiques est celui de l'exactitude et de la pertinence des données, le plus souvent disponibles avec un décalage considérable dans le temps et sujettes à de nombreuses révisions (Koske et Pain, 2008). La position de l'économie dans le cycle et les délais quant à l'observation des effets des chocs sur l'économie peuvent se conjuguer et générer de fortes incertitudes. Par exemple, mesurer les écarts de production après un choc de grande ampleur relève d'un véritable défi, tel que cela a été le cas lors de la précédente crise financière et économique.

L'incertitude crée des problèmes pour la politique monétaire...

Les incertitudes entourant la situation économique sont également importantes pour la politique monétaire. Par exemple, dans la planification des stratégies de sortie de mesures monétaires exceptionnellement souples, la nature de l'incertitude peut influencer la démarche à adopter. Si les incertitudes pèsent d'avantage sur l'ampleur des écarts de production que sur le rythme auquel il se réduit (c'est-à-dire si l'on s'attend à ce que la croissance se raffermisse rapidement), dans ce cas, la politique monétaire peut envisager de se durcir progressivement. En revanche, s'il y a plus d'incertitudes sur les perspectives de croissance que sur l'ampleur des écarts de production, le resserrement de la politique monétaire doit être différé, mais intervenir rapidement dès les premiers signes de surchauffe.

... et pour la politique budgétaire

Les difficultés rencontrées pour jauger la véritable situation sous-jacente de la politique budgétaire peuvent aussi créer de l'incertitude pour l'action budgétaire. À titre d'exemple, l'ampleur estimée de l'écart de production détermine celles des ajustements conjoncturels des soldes budgétaires. L'incertitude entourant l'écart de production se répercute donc sur les estimations de la situation sous-jacente de la politique budgétaire. En outre, des informations plus précises concernant l'influence des variations cycliques des prix des actifs sur les recettes publiques permettraient de mieux évaluer les positions budgétaires sous-jacentes. Ne prenant pas en compte l'impact des prix des actifs, les indicateurs conventionnels des soldes corrigés des fluctuations conjoncturelles ont donné une image très flatteuse des soldes budgétaires sous-jacents pendant la phase de reprise précédant la crise économique et financière.

Détecter et prévenir les désalignements des prix des actifs posent un problème particulier...

Les méthodes utilisées actuellement pour détecter les désalignements des prix des actifs ne sont pas encore suffisamment robustes pour être un guide fiable dans l'élaboration des politiques. Les tentatives empiriques pour les déceler sont susceptibles de déclencher de fausses alertes ; et le rapport entre les fausses alertes et les prédictions correctes pouvant être élevé, cela peut engendrer des coûts si les autorités monétaires y réagissent systématiquement⁴. Même dans les modèles correctement

4. Réagir à de fausses alertes sur les points de retournement peut entraîner des coûts de bien-être élevés, car certains désalignements se corrigent d'eux-mêmes sans répercussions majeures pour l'économie. De plus,

spécifiés, cherchant à prédire deux tiers des flambées des prix des actifs, près d'un tiers des alertes peuvent s'avérer fausses (Crespo Cuaresma, 2010). L'importance d'une détection précise justifie que l'on consacre des ressources à la mise au point d'outils d'évaluation des risques qui soient robustes, tels que des dispositifs supplémentaires d'alerte précoce.

... qui met au défi la politique monétaire...

En l'absence d'indications raisonnables quant à la direction des variations des prix des actifs, la politique monétaire devrait adopter une approche prudente, en évitant une orientation inutilement laxiste, génératrice de désalignements supplémentaires, tout en se tenant prête à assainir la situation une fois que la bulle aura éclaté. Cela dit, il est possible de détecter les désalignements marqués des prix des actifs (van den Noord, 2006), en particulier lorsqu'une expansion excessive du crédit alimente leurs hausses de prix, situation qui lorsque la bulle éclate engendre des coûts particulièrement élevés. Par conséquent, au égard de ces coûts et dans ce contexte particulier, la politique monétaire gagnerait à intervenir si les politiques micro-prudentielles et macro-prudentielles ne sont pas suffisamment robustes (voir ci-après). En particulier, les autorités monétaires devraient envisager de relever les taux d'intérêt et de « naviguer contre le vent ». La nécessité d'éviter de déstabiliser l'économie et de maintenir l'ancrage des anticipations inflationnistes limite néanmoins cette « navigation », dont les effets peuvent s'avérer plutôt limités dans le cas des petites économies ouvertes.

... et requiert une meilleure articulation des rôles respectifs des régulateurs financiers et des autorités monétaires

Lors de la récente crise financière, le manque de coordination entre les autorités monétaires et réglementaires est apparu comme l'un des facteurs ayant favorisé l'apparition des déséquilibres nationaux et l'accumulation des risques macro financiers. Pour y remédier, des choix fondamentaux doivent être fait : soit élargir le mandat de la banque centrale en lui assignant l'objectif de stabilité financière, soit confier celui-ci à un autre institution de sorte à ce que chacune d'entre elles ait un seul objectif et un seul instrument d'action. Les économies étant affectées par des chocs de nature diverses, l'un des avantages d'une institution unique est qu'elle peut définir une réponse optimale en préservant un équilibre entre plusieurs objectifs et instruments d'action, tenant compte des interactions entre les instruments et reflétant l'importance relative des différents chocs. En revanche, des autorités séparées avec chacune son domaine de compétences et son instrument d'action, permettent une plus grande responsabilisation, car les objectifs et les mandats sont clairement assignés. Les performances de chacune des institutions peuvent être jaugées plus aisément, dans la mesure où l'objectif de l'une n'est pas trop influencé par les instruments utilisés par l'autre. Si ce dispositif était retenu, un mécanisme de coordination entre la banque centrale et les autorités de réglementations financières serait nécessaire pour détecter l'accumulation de risques systémiques et déterminer le meilleur moyen de les atténuer.

L'incertitude entoure

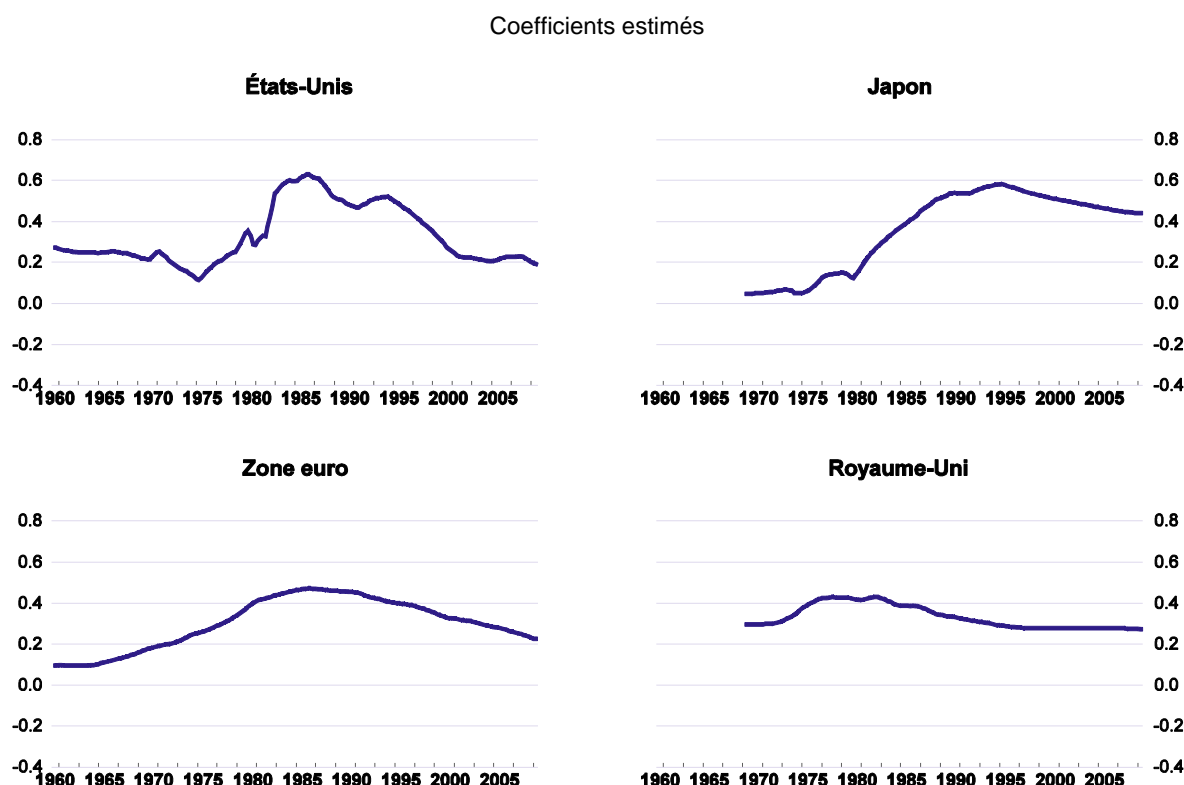
La gestion de la crise par les institutions monétaires s'est

l'avertissement peut arriver trop tard, de sorte qu'une réaction des pouvoirs publics pourrait alors aggraver la récession.

aussi la réaction de l'économie face à la politique monétaire...

complexifiée avec les incertitudes pesant sur le degré d'influence de la politique monétaire vis à vis de l'activité et de l'inflation (dit « mécanisme de transmission »), mais également de l'évolution des facteurs déterminants des conditions financières. Les évolutions des marchés financiers et le développement des liens internationaux ont rendu la transmission monétaire plus capricieuse. De fait, il est plus difficile de déterminer l'ampleur et la rapidité des impulsions monétaires requises. L'impact des variations du taux d'intérêt à court terme sur les taux longs semble avoir évolué au fil du temps dans certains pays, et en particulier aux États-Unis (graphique 6.3). Le degré requis des impulsions monétaires est également compliqué à évaluer en raison des variations d'autres déterminants relatifs aux conditions du marché financier tels que les taux d'intérêt à long terme, les conditions de crédit, les fluctuations du taux de change et les effets de richesse liés aux prix des actifs, qui peuvent neutraliser ou amplifier les effets attendus. Par exemple, le déséquilibre entre les opportunités d'épargne et d'investissement à l'échelle mondiale a contribué à maintenir les taux d'intérêt longs à un bas niveau dans les pays ayant un taux d'épargne faible, tout en entraînant les prix des actifs à la hausse, si bien que, malgré le resserrement monétaire intervenu avant la crise économique, les conditions financières sont restées favorables pendant un certain temps.

Graphique 6.3. Réaction des taux d'intérêt à long terme aux taux d'intérêt à court terme



Note : Les coefficients représentant la réaction des taux d'intérêt à long terme aux taux d'intérêt à court terme sont extraits d'estimations temporelles. Il s'agit d'estimations actualisées à partir de Cournède *et al.* (2008).

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 87.

... et à la politique budgétaire

L'impact de la politique budgétaire sur l'économie est également incertain. Les effets multiplicateurs de la politique budgétaire (autrement dit l'effet des mesures de relance budgétaire sur l'activité économique) peuvent varier considérablement, en fonction non seulement de l'instrument retenu (dépenses ou réductions d'impôts, par exemple) mais aussi de la situation et du degré d'ouverture de l'économie. Les multiplicateurs sont plus puissants si le sous-emploi des ressources dans l'économie est plus prononcé et que le fonctionnement du secteur financier est affaibli. Quand ce dernier souffre de dysfonctionnements, l'effet de la politique budgétaire peut être plus marqué car les ménages sont susceptibles de consommer davantage à la faveur de la relance budgétaire que s'ils étaient confrontés à des contraintes d'emprunt. Ainsi, les ménages peuvent neutraliser une partie des effets multiplicateurs de la politique budgétaire en modifiant leur comportement d'épargne, et ces effets peuvent varier dans le temps, reflétant la position fiscale sous-jacente. De plus, si l'expansion budgétaire entraîne la hausse des taux d'intérêt domestiques, des flux d'entrée de capitaux peuvent se produire, entraînant ainsi une appréciation du taux de change. Enfin, les effets de transmission provenant de politiques budgétaires d'autres économies peuvent être considérables, au point que des actions de relance budgétaire menées simultanément dans plusieurs pays sont susceptibles d'avoir un impact plus prononcé qu'une stimulation budgétaire pratiquée isolément par chacun des pays.

Prudence et élargissement des marges de sécurité

L'expérience récente plaide en faveur de marges de sécurité plus larges

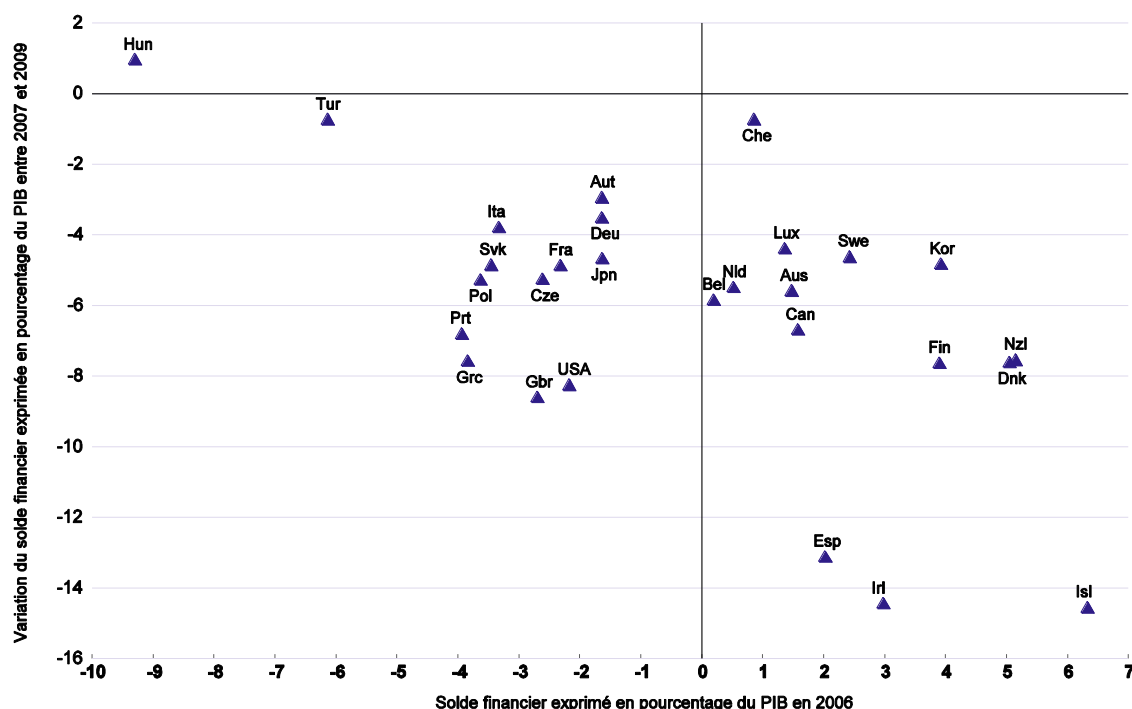
Une leçon importante à tirer de la sévérité de la récession actuelle est que les politiques menées dans divers domaines devront se montrer plus prudentes durant les phases de reprise et créer des marges de sécurité plus élevées pour pouvoir réagir à des chocs négatifs de grande ampleur.

La politique budgétaire était mal armée pour affronter la crise...

Dans les pays confrontés à des situations budgétaires difficiles, les mesures discrétionnaires se trouvent contrariées. Ainsi, la politique budgétaire est généralement moins réactive en période de récession dans les pays qui accusent de lourds déficits que dans ceux qui enregistrent des déficits faibles ou des excédents (Égert, 2010). À cet égard, dans de nombreux pays les marges de sécurité de la politique budgétaire étaient trop faibles pendant la période précédant la crise. En conséquence, certains pays dont la situation budgétaire était déjà très compromise ont été contraints d'opérer un durcissement procyclique pendant la crise, tandis que les pays bénéficiant d'un excédent budgétaire confortable ont pu pratiquer une relance budgétaire plus large (graphique 6.4). Ces expériences conduisent à se demander si des marges de sécurité plus larges ne seraient pas nécessaires⁵.

5. La question des marges de sécurité appropriées en matière de politique budgétaire a été analysée dans le contexte du Pacte de stabilité et de croissance de l'Union européenne. Dalsgaard et de Serres (1999), par exemple, ont estimé que les pays ayant un budget proche de l'équilibre avaient 90 % de chances de pouvoir laisser les stabilisateurs automatiques jouer librement sans franchir la limite de déficit de 3 % en cas de chocs de même ampleur que ceux connus par le passé. Codogno et Nucci (2008) ont réévalué les marges de

Graphique 6.4. Situations budgétaires à la veille de la récession et détérioration ultérieure



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 87.

... et doit être renforcée

Le cadre de la politique budgétaire peut être renforcé de diverses manières. Premièrement, des règles budgétaires bien conçues peuvent faciliter l'orientation contracyclique de la politique fiscale pendant la phase d'expansion du cycle économique. Elles peuvent ainsi permettre une réponse plus vigoureuse face à des chocs négatifs de grande ampleur. À titre d'exemple, des études empiriques montrent que les règles d'équilibre budgétaire associées à des règles de dépenses s'avèrent plus efficaces pour assurer l'assainissement des finances publiques (Guichard *et al.*, 2007). Mais des règles budgétaires inadaptées peuvent avoir un effet déstabilisateur, comme le cas des règles d'équilibre budgétaire qui contraignent les gouvernements à comprimer les dépenses lorsque les recettes baissent pendant une récession (comme cela s'est produit dans de nombreux États des États-Unis); en outre, les règles budgétaires peuvent induire des comportements qui tendent à respecter la règle à la lettre, mais non son esprit (Koen et van den Noord, 2005).

sécurité nécessaires et constaté que, dans les pays où les écarts de production sont très instables, des marges de sécurité plus importantes sont requises.

***La politique monétaire à
taux zéro : les avantages
et les inconvénients à
relever les objectifs
d'inflation***

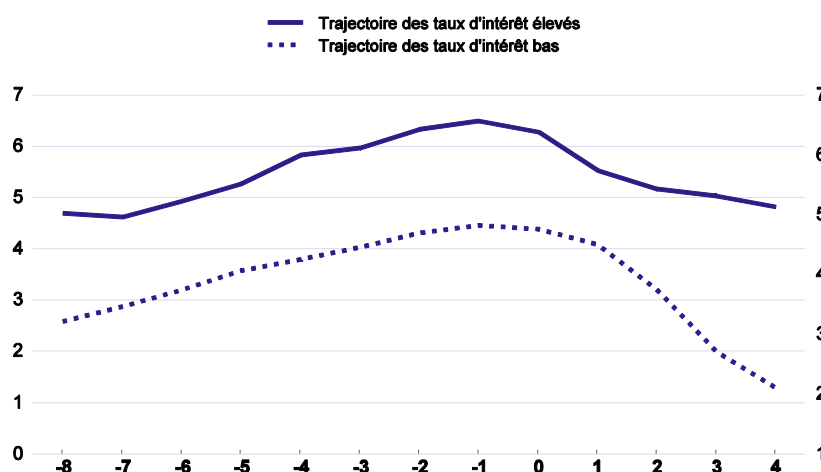
La politique monétaire peut réagir énergiquement à des chocs négatifs de grande ampleur lorsque les anticipations d'inflation sont bien ancrées et que les marges de manœuvre ne sont pas restreintes. L'expérience passée montre que les taux d'intérêt à court terme baissent d'environ 3 points de pourcentage dans les quatre à cinq trimestres qui suivent le début d'une récession. Durant la crise, les banques centrales qui étaient parvenues à ancrer les anticipations inflationnistes à un bas niveau ont pu prendre des mesures vigoureuses (graphique 6.5). Toutefois, la baisse des taux d'intérêt ne peut pas aller en deçà de certaines limites. Un choc négatif majeur peut faire surgir le spectre de la déflation et rendre contraignante la politique du taux zéro. Les objectifs d'inflation positifs offrent une marge de sécurité pour éviter cette situation. Un examen de plusieurs études consacrées aux objectifs d'inflation a montré qu'un objectif fixé à environ 2 % n'implique qu'un faible risque d'atteindre un niveau à taux zéro, et d'entraîner l'économie dans une spirale déflationniste (Yates, 2004). Néanmoins, la crise a montré que les taux zéro ne sont pas simplement une hypothèse d'école. Pour autant, la politique monétaire ne s'est pas montrée totalement inefficace dans la crise récente ; elle s'est appuyée sur des instruments non conventionnels, dont les effets sont toutefois plus incertains. En principe, ces événements devraient exiger un réexamen des objectifs d'inflation, à propos desquels un certain nombre d'arguments favorables et défavorables peut être reformulé (Blanchard *et al.*, 2010)⁶. Mais vu la nécessité de ne pas déstabiliser les anticipations d'inflation au moment où les emprunts publics atteignent des niveaux records, il vaut mieux pour l'heure s'abstenir de tout changement⁷.

-
6. Par exemple, un relèvement des objectifs d'inflation peut être justifié si l'économie est confrontée à des chocs plus sérieux qu'auparavant. Mais des taux d'inflation plus élevés risquent d'engendrer des pertes d'efficacité et une plus grande instabilité de l'inflation.
 7. Cibler un niveau de prix plutôt qu'un taux d'inflation serait un autre moyen de réduire le risque de toucher le plancher zéro, du moins en théorie. Si le niveau des prix est inférieur à l'objectif, une inflation plus forte sera attendue, d'où une baisse des taux d'intérêt réels à long terme qui soutiendra l'activité et entraînera les prix à la hausse. Cette situation rend moins nécessaires de forts ajustements des taux directeurs et peut réduire la probabilité de voir les taux d'intérêt toucher le plancher zéro (Ambler, 2009 et Cournède et Moccero, 2009). Cependant, un ciblage réussi du niveau des prix dépend de l'existence de comportements suffisamment prospectifs de la part des agents économiques, alors que la capacité d'autorégulation du ciblage du niveau des prix est tributaire d'un fort degré de crédibilité de la politique monétaire. En même temps, un ciblage du niveau des prix poserait un certain nombre de difficultés concrètes. Une solution voisine est l'approche « infallible » de Svensson (2003), qui combine un engagement sur un niveau de prix futur plus élevé avec des actions concrètes pour démontrer cet engagement et une stratégie de sortie spécifiant les modalités de retour à la normale.

La stabilisation peut poser un défi dans le cas des petites économies ouvertes...

La politique de stabilisation se heurte à des difficultés plus sérieuses dans le cas des petites économies ouvertes. Une politique monétaire qui affecte le taux de change peut être un puissant instrument de stabilisation, mais au prix de transferts de ressources entre les secteurs exposés et abrités⁸. Des interventions sur le taux de change peuvent neutraliser en partie ces effets, mais ces dernières devraient s'appuyer sur une évaluation des désalignements, qui sont difficiles à repérer. Par conséquent, lorsque la politique monétaire induit des fluctuations de change inopportunes, la politique de stabilisation requiert un soutien plus important de la politique budgétaire. Toutefois, l'efficacité de la politique budgétaire est elle-même limitée, en particulier parce qu'une partie des effets de relance s'exporte à l'étranger par le biais d'une hausse des importations. Dans ces conditions, les marges de sécurité doivent être sensiblement plus larges que d'ordinaire pour faciliter la stabilisation dans une petite économie ouverte.

Graphique 6.5. Taux d'intérêt à court terme autour du dernier pic conjoncturel



Note : Le graphique décrit l'évolution des taux d'intérêt à court terme juste avant et juste après l'entrée en récession de l'économie. Les trajectoires des taux élevés et des taux bas correspondent aux quintiles supérieur et inférieur des observations pour l'ensemble des pays de l'OCDE. Au cours de cette récession, les taux directeurs ont baissé plus rapidement que les taux d'intérêt à court terme représentés dans le graphique.

Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE, n° 87.

8. Ainsi, en Nouvelle-Zélande, le resserrement de la politique monétaire, motivé surtout par des inquiétudes concernant l'évolution des prix des actifs, en particulier des logements, a déclenché de nouvelles entrées de capitaux (OCDE, 2009). En conséquence, les taux d'intérêt à long terme n'ont pratiquement pas bougé, ce qui a amorti l'effet escompté sur la demande intérieure. Dans ces conditions, l'appréciation du taux de change a pénalisé essentiellement le secteur exportateur et affaibli l'économie avant l'irruption de la crise financière.

Les politiques financières devraient mettre en place des amortisseurs plus solides...

Dans le secteur financier, le cadre politique doit être reconfiguré de manière à amortir l'instabilité inutile et à assurer une réglementation micro prudentielle robuste. Si l'on en juge par les expériences contrastées des pays au cours de la précédente crise, une réglementation micro prudentielle vigoureuse peut aider à protéger le secteur financier contre les effets les plus graves ; tel a été le cas au Canada, où les taux d'intérêt étaient bas à la veille de la crise⁹. Il y a plusieurs moyens de réduire la pro cyclicité du système financier. On peut notamment renforcer sa capacité d'absorption des chocs en cherchant à constituer des matelas de fonds propres plus élevés, contracycliques et éventuellement conditionnels, et en mettant en place un système de provisionnement des créances douteuses qui assure un effet amortisseur suffisant lors d'une récession. En outre, il sera important de s'attaquer aux problèmes d'incitations inhérents à la structure des institutions financières et des systèmes de rémunération, et de remédier aux problèmes d'aléa moral posés par les institutions financières jugées trop grandes pour être laissées tomber en faillite. De récentes initiatives internationales montrent qu'il est en effet possible de réduire la pro cyclicité du système financier en renforçant sa capacité d'absorption des chocs et en remédiant aux problèmes d'incitations.

... les interventions devraient être plus ciblées...

Un certain nombre d'instruments ont un impact puissant et direct sur la croissance du crédit, pouvant être ciblés sur des secteurs particulièrement vulnérables. Une forte expansion du crédit se caractérise souvent par un déplacement des demandes financements vers des prêts plus risqués¹⁰. Dans ce contexte, les pondérations associées à ces prêts risqués devraient être modifiées afin d'être pris en compte lors de l'évaluation des niveaux requis de fonds propres des banques. En revanche, les variations à la marge peuvent être un instrument approprié de faire face aux vulnérabilités s'accumulant sur les marchés de capitaux. Parmi les autres instruments envisageables figurent le provisionnement dynamique des pertes sur prêts et l'imposition d'exigences supplémentaires en matière de fonds propres, en sus des obligations micro prudentielles en vigueur dans ce domaine¹¹. Sur le marché immobilier, on pourrait plafonner la quotité de prêt pour les crédits hypothécaires et les montants remboursés par rapport aux revenus, et limiter le recours à des produits hypothécaires exotiques. En principe séduisantes, toutes ces

-
9. On peut estimer que c'est aussi le cas en Espagne, où les grandes banques ont assez bien supporté une forte correction des prix des logements ainsi qu'une contraction de l'activité économique.
10. Les évolutions procycliques des marchés du crédit, qui risquent d'alimenter des désalignements marqués des prix des actifs, peuvent se produire par suite de modifications des bilans. À titre d'exemple, un assainissement des bilans accroît les garanties disponibles de sorte que les prêteurs peuvent être plus disposés à octroyer des crédits. L'amélioration des bilans des banques peut conduire à assouplir les normes de fonds propres (qui limitent le montant des prêts par rapport aux fonds propres des banques), de sorte que les établissements sont autorisés à accorder davantage de crédits (Bernanke et Gertler, 1995 ; Bernanke et Blinder, 1988).
11. Sur la question des exigences supplémentaires en matière de fonds propres, voir Banque d'Angleterre (2009).

mesures potentielles soulèvent toutefois un grand nombre de difficultés d'ordre pratique. La question se pose notamment des indicateurs à employer pour établir ces instruments et du calibrage de la réponse. Un autre problème est de décider s'il convient de s'en tenir à une règle simple ou s'il est préférable de conserver une plus grande liberté d'action¹².

***... et s'attaquer aux
risques systémiques***

La crise financière a souligné que le système actuel de réglementation et de supervision axé sur les différents établissements ne tient sans doute pas suffisamment compte des risques systémiques (Borio *et al.*, 2001). L'un des facteurs ayant contribué à la gravité de la crise actuelle est l'ampleur de l'exposition des secteurs financiers aux risques systémiques, du fait en partie de la progression du niveau d'endettement des institutions financières et du renforcement de leurs interconnexions. De surcroît, la transmission internationale des chocs financiers s'est probablement accélérée et les interactions se sont amplifiées (Trichet, 2009). Dans ce contexte, une coordination internationale de la réforme des politiques prudentielles peut se révéler bénéfique en instaurant des conditions égales pour tous et en réduisant les possibilités d'arbitrages réglementaires.

***La surveillance macro
prudentielle devrait se
focaliser sur
l'accumulation de
facteurs de
vulnérabilité...***

Un développement de la réglementation macro prudentielle visant à améliorer la résilience des institutions financières aux chocs d'origine national et étrangère pourrait aider à compléter les autres dispositifs. L'adjonction d'une superstructure macro prudentielle aux mécanismes de supervision micro prudentielle du système financier permettrait de mieux percevoir l'accumulation des vulnérabilités. Un système de surveillance macro prudentielle réunirait différentes catégories de décideurs et encouragerait un dialogue approfondi entre les responsables de la politique monétaire, les régulateurs et les superviseurs, partageant tous le souci de la surveillance macro prudentielle.

***... tels que la flambée des
prix des actifs alimentée
par le crédit***

Dans un tel cadre, différents éléments pourraient offrir plusieurs lignes de défense face aux variations du crédit et des prix des actifs. Sur la première ligne de défense, une régulation micro prudentielle renforcée aiderait les secteurs financiers à réduire leur exposition à des risques injustifiés et à faire face à des chocs négatifs. Dans un second temps, dans la mesure où les signaux d'alarme macro prudentiels sont concernés, des interventions plus ciblées peuvent contribuer à éviter la croissance du crédit et la débâcle des prix des actifs, telles que la limitation de la quotité des prêts sur le marché du logement. Enfin, lorsque la réglementation du secteur financier se révèle insuffisante pour amortir les fluctuations du crédit et des prix des actifs, une évaluation macro prudentielle peut conclure à l'opportunité d'une action monétaire frontale.

12. À cet égard, vu la complexité du problème, il semble inévitable de recourir à une certaine appréciation subjective pour définir les instruments d'action en fonction des variables macroéconomiques et financières.

BIBLIOGRAPHIE

- Ahrend, R., B. Cournède et R. Price (2008), « Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 597, OCDE, Paris.
- Ambler, S. (2009), « Price-Level Targeting and Stabilization Policy: A Review », *Revue de la Banque du Canada*, printemps.
- Banque d'Angleterre (2009), « The Role of Macroprudential Policy: A Discussion Paper », Banque d'Angleterre.
- Bernanke, B. (2010), « Monetary Policy and the Housing Bubble », speech made at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Géorgie, 3 janvier 2010.
- Bernanke, B. et A. Blinder (1988), « Credit, Money, and Aggregate Demand », *American Economic Review*, Vol. 78.
- Bernanke, B. et M. Gertler (1995), « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03.
- Borio, C., C. Furfine et P. Lowe (2001), « Procyclicality of the Financial System and Financial Stability. Issues and Policy Options », in: « Marrying the Macro- and Micro-prudential Dimensions of Financial Stability », *BIS Papers*, n° 1.
- Brainard, W. (1967), « Uncertainty and the Effectiveness of Policy », *American Economic Review*, Vol. 57.
- Codogno, L. et F. Nucci (2008), « Safety Margins in EU Budgetary Surveillance: an Assessment », in Banca d'Italia (AA.VV.), *Fiscal Policy: Current Issues and Challenges*, Procès-verbal du 9e atelier de S.A.DI.BA.
- Cournède, B. et D. Moccero (2009), « Is there a Case for Price-level Targeting? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 721, OCDE, Paris.

- Cournède, B., R. Ahrend et R. Price (2008), « Have Long-term Financial Trends Changed the Transmission of Monetary Policy? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 634, OCDE, Paris.
- Crespo Cuaresma, J. (2010), « Can Emerging Asset Price Bubbles be Detected? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 772, Paris.
- Dalgaard, T. et A. de Serres (1999), « Estimating Prudent Budgetary Margins for 11 EU Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 216, OCDE, Paris.
- Davis, E. et M. Stone (2004), « Corporate Financial Structure and Financial Stability », *Journal of Financial Stability*, Vol. 1.
- Égert, B. (2010a), « Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro- or Counter-cyclical? », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 763, Paris.
- Égert, B. (2010b), « The Nature of Financial and Real Business Cycles », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 771, Paris.
- Guichard, S., M. Kennedy, E. Wurzel et C. André (2007), « What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 553, OCDE, Paris.
- Koen, V. et P. van den Noord (2005), « Fiscal Gimmickry in Europe: One-Off Measures and Creative Accounting », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 417, OCDE, Paris.
- Koske, I. et N. Pain (2008), « The Usefulness of Output Gaps for Policy Analysis », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 621, OCDE, Paris.
- Noord, P. van den (2005), « Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence », *Économie internationale*, n° 101.
- Noord, P. van den (2006), « Are House Prices Nearing a Peak?: A Probit Analysis for 17 OECD Countries », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 488, OCDE, Paris.
- OCDE (2009), *Études économiques de l'OCDE : Nouvelle-Zélande*, Paris.

- Röhn, O. (2010), « New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, N° 762, Paris.
- Sutherland, D. (2010), « Monetary Policy Reaction Functions in the OECD », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, N° 761.
- Sutherland, D., P. Hoeller, B. Égert et O. Röhn (2010), « Counter-cyclical Economic Policy », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, N° 760, Paris.
- Svensson, L. (2003), « Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others », *NBER Working Paper*, N° 10195.
- Trichet, J.-C. (2009), « Systemic Risk », Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy, organised by Clare College, University of Cambridge, 10 décembre.
- Yates, A. (2004), « Monetary Policy and the Zero Bound to Interest Rates: A Review », *Journal of Economic Surveys*, Vol. 18.