

Chapitre 1

Promouvoir l'efficacité de la politique monétaire et la stabilité financière

À l'instar d'autres économies ouvertes de petite taille dotées d'une monnaie indépendante, l'Islande éprouve depuis longtemps des difficultés à concilier ses objectifs dans le contexte de « l'impossible trinité » – c'est-à-dire à assurer simultanément la stabilité du cours de change, l'indépendance de la politique monétaire et la mobilité des capitaux. Même après l'adoption d'un dispositif de ciblage de l'inflation, les autorités monétaires ne sont pas parvenues à empêcher la surchauffe de l'économie avant la crise de 2008, et les carences de la réglementation financière ont permis l'expansion déstabilisante du système bancaire. La chute du taux de change qui s'est ensuivie a été durement ressentie par les ménages et les entreprises islandais, mais a aussi créé les conditions d'une sortie de la récession. Si les restrictions aux sorties de capitaux ont concouru au rétablissement de la stabilité du taux de change pendant la crise, elles risquent de causer des distorsions, et le principal défi que devront relever les autorités islandaises au cours des années à venir consistera à supprimer sans heurts ces restrictions. Quand la libre circulation des capitaux aura été rétablie, une politique monétaire saine ainsi qu'une surveillance et une réglementation prudentielles de qualité seront indispensables. Des mesures destinées à réduire la volatilité du taux de change pourraient contribuer à ancrer les anticipations d'inflation, mais leur portée est limitée. La solidité de la surveillance et de la réglementation prudentielles est essentielle à l'amélioration de la stabilité financière, et en empêchant la formation de déséquilibres financiers, on peut espérer qu'un dispositif macroprudentiel pourra accroître l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire traditionnelles.

Les données statistiques concernant Israël sont fournies par et sous la responsabilité des autorités israéliennes compétentes. L'utilisation de ces données par l'OCDE est sans préjudice du statut des hauteurs du Golan, de Jérusalem-Est et des colonies de peuplement israéliennes en Cisjordanie aux termes du droit international.

Dans l'immédiat, le principal enjeu de l'action publique est de lever le contrôle des mouvements de capitaux

Au début de la crise financière mondiale, lorsque la couronne islandaise s'est effondrée, le gouvernement a limité les opérations de change pour empêcher des fuites de capitaux déstabilisantes et une dépréciation supplémentaire d'un taux de change déjà faible. Puis, en novembre 2008, après la faillite des trois plus grandes banques du pays, il a instauré un contrôle officiel des mouvements de capitaux pour remplacer les restrictions de fait qui étaient en place. Les nouvelles règles ont eu pour effet : i) de restreindre la conversion en devises des fonds détenus par les résidents et les non-résidents, ii) d'interdire la conversion en devises d'obligations et d'autres instruments similaires libellés en couronnes islandaises à leur arrivée à échéance et iii) d'obliger les résidents à rapatrier la totalité des devises qu'ils acquièrent. Les entreprises doivent rapatrier leurs bénéfices réalisés à l'étranger ; toutefois, certaines d'entre elles, dont les grands exportateurs et les sociétés ayant des activités internationales importantes, bénéficient d'une exemption totale ou partielle de ces règles à condition de remplir certains critères. Depuis la fin de 2009, tous les règlements liés à la distribution de biens ou de services et aux nouvelles entrées d'investissement direct étranger (IDE) ne sont plus soumis à ces règles. Les autorités les ont durcies au début de 2012 pour en éliminer les failles, supprimer les dérogations relatives à certains paiements liés aux obligations et réglementer les versements en rapport avec les actifs patrimoniaux des anciennes banques. De nouvelles modifications, adoptées au début de 2013, ont supprimé toute date spécifique d'expiration des mesures de contrôle des mouvements de capitaux, élargi les obligations d'autorisation pour les transactions de petit montant, resserré la surveillance des opérations de change et alourdi les sanctions imposées en cas d'infraction.

Bien que ces mesures de contrôle des mouvements de capitaux soient allées à l'encontre des engagements existants de l'Islande au regard des Codes de libération de l'OCDE (encadré 1.1), étant donné les circonstances qui prévalaient à l'époque, le Conseil de l'OCDE et les autorités nationales sont convenus que ces mesures étaient justifiées et nécessaires à la stabilisation de la couronne, et le Conseil de l'OCDE a accédé à la requête de l'Islande de déroger temporairement à ses obligations aux termes des Codes de libération. À ce moment-là, une nouvelle dépréciation de la couronne aurait été très préjudiciable aux finances publiques et aux bilans des agents économiques islandais, surtout compte tenu de la forte répercussion des variations du taux de change sur l'inflation et de la pratique très répandue d'indexation des emprunts hypothécaires au logement sur celle-ci. À la suite de l'instauration du contrôle des mouvements de capitaux, le taux de change s'est stabilisé assez rapidement, et il est demeuré relativement stable depuis. Le rythme de la hausse des prix à la consommation est devenu très inférieur au point culminant de près de 20 % atteint au plus fort de la crise.

L'application persistante de ce contrôle des mouvements de capitaux a également contribué de manière essentielle à étayer la reprise économique. Le taux de change se

stabilisant au début de la reprise, ces mesures de contrôle ont permis d'assouplir la politique monétaire pour soutenir l'activité intérieure. Depuis plusieurs années, le faible niveau des taux d'intérêt facilite le désendettement des secteurs public et privé, tout en étayant la rentabilité des banques islandaises, qui sont en partie protégées contre le risque de financement, puisque les déposants et les autres créanciers ne peuvent transférer leurs fonds à l'étranger. Bien que les autorités aient resserré la politique monétaire en vue de la levée du contrôle des mouvements de capitaux, les coûts d'emprunt restent bien inférieurs à ce qu'ils devraient être pour rendre attractive la détention d'actifs islandais. Par ailleurs, le risque que la Banque centrale voie s'épuiser ses réserves en devises en s'efforçant de soutenir le taux de change a été réduit, au moins temporairement.

Encadré 1.1. **Le contrôle des mouvements de capitaux et les obligations internationales de l'Islande**

L'Islande a sollicité une dérogation à ses obligations résultant des Codes de libération de l'OCDE à propos des mesures exceptionnelles qu'elle a prises en raison de graves troubles économiques et financiers (OCDE, 2011). La procédure de dérogation lui a donné une grande latitude pour réagir à la crise, tandis que le dialogue organisé a permis aux autorités islandaises de tenir informés les adhérents aux Codes des dispositions prises et d'obtenir un soutien international à l'approche qu'elles avaient adoptée. À la suite d'un examen du Comité de l'investissement, le Conseil de l'OCDE [C(2012)6] a entériné la conclusion selon laquelle l'adoption d'un contrôle des mouvements de capitaux en Islande était justifiée, tout en encourageant le pays à supprimer ces restrictions dès que le renforcement du système financier le permettrait.

En avril 2013, le Groupe d'étude consultatif sur les Codes de libération de l'OCDE (GECC) a procédé à un examen de la dérogation accordée à l'Islande et conclu que la recommandation antérieure du Conseil restait valable. L'Islande a été invitée à notifier périodiquement à l'OCDE les progrès réalisés en vue du retrait de sa dérogation aux Codes de l'OCDE, et le GECC se penchera de nouveau sur cette question dans un délai maximum de 18 mois.

De même, les mesures de contrôle des mouvements de capitaux appliquées par l'Islande sont contraires aux dispositions de l'Accord créant l'Espace économique européen (EEE) relatives à la libre circulation des capitaux. Néanmoins, la Cour de justice de l'Association européenne de libre-échange (AELE) a conclu que les conditions nécessaires étaient réunies pour que l'Islande puisse déroger temporairement à ces obligations. Ces restrictions aux mouvements de capitaux vont à l'encontre des principes de l'UE en matière de libre circulation des capitaux et empêchent donc l'Islande d'en devenir membre. Compte tenu de cette situation problématique, les autorités islandaises et les services de la Commission européenne ont mis sur pied un groupe de travail spécial, comprenant également des représentants du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque centrale européenne (BCE), chargé d'établir un état des lieux et d'évaluer les perspectives de levée du contrôle des mouvements de capitaux dans le contexte de la stratégie de libéralisation du gouvernement, et de contribuer à l'émergence d'une vision commune des difficultés à surmonter ce faisant.

Avec le recul, la plupart des observateurs conviennent que l'imposition d'un contrôle des mouvements de capitaux a permis à l'Islande d'échapper à la contraction économique bien plus forte qui aurait eu lieu en leur absence. Toutefois, cette décision a eu diverses

conséquences négatives. Bien que non directement observable, le principal préjudice économique causé par ce contrôle s'analyse probablement en termes d'investissements non réalisés et de déficit de croissance. Les restrictions à la circulation des capitaux empêchent les ressources économiques d'être affectées aux projets ayant la valeur marginale la plus élevée, ce qui entraîne une réduction de l'investissement et du revenu permanent (voir par exemple, Lucas, 1990). De fait, certains éléments indiquent que des distorsions économiques de cette nature existent déjà en Islande. Ainsi, du fait des rendements très faibles des obligations d'État et du manque de possibilités de diversification des placements dans le pays, les ménages investissent une part disproportionnée de leur épargne sur le marché immobilier national. De même, les organismes de retraite islandais sont cantonnés à des portefeuilles peu diversifiés. Ce problème est particulièrement préoccupant quand on sait que les organismes de retraite à financement privé constituent la principale source de revenus des ménages islandais à la retraite.

Alors que la croissance de l'Islande est fortement tributaire des investissements étrangers, en particulier dans les secteurs à forte intensité énergétique, l'investissement direct étranger (IDE) est peu soutenu, même depuis la suppression des restrictions sur les nouvelles entrées de capitaux. Il est freiné par les effets négatifs du contrôle des mouvements de capitaux sur la confiance des investisseurs, qui ne se limitent pas aux investisseurs étrangers dont les dépôts et les titres ont été bloqués en Islande. Certes, la Banque centrale d'Islande (BCI) a donné aux non-résidents qui possèdent des actifs en couronnes la possibilité de les convertir en devises, mais celle-ci est peu utilisée compte tenu des taux de change très défavorables qui ont été proposés. Ces tentatives de réduire la surabondance des dépôts détenus par des non-résidents ont contribué à saper la confiance des investisseurs, ceux-ci redoutant que de nouvelles modifications de la réglementation puissent dévaluer a posteriori leurs avoirs en Islande. L'incertitude relative à la levée à terme du contrôle des changes a porté atteinte à la crédibilité du gouvernement islandais, et cela aussi concourt à dégrader l'image de l'Islande auprès des investisseurs. Cette dégradation est mise en évidence par les résultats de la dernière enquête du Forum économique mondial sur la compétitivité des différents pays, dans le cadre de laquelle l'Islande a obtenu un score médiocre en ce qui concerne la protection des droits de propriété (Forum économique mondial, 2012).

Outre qu'elles limitent l'accès aux financements internationaux, les mesures de contrôle des mouvements de capitaux rendent plus difficile et coûteuse la réalisation d'activités transfrontalières par les entreprises et les ménages. L'importance de ces difficultés est mise en lumière par l'enquête du Forum économique mondial, dans laquelle les entreprises islandaises ont indiqué que la réglementation des changes constituait de loin le principal obstacle à l'exercice de leurs activités (ibid., 2012). Celles qui veulent investir à l'étranger doivent en demander l'autorisation à la BCI, qui accède généralement à ces requêtes si elle estime que les investissements considérés se traduiront par des recettes en devises. En outre, les sociétés multinationales et celles qui exportent beaucoup ont tendance à apporter des ajustements à leurs marchés internes de produits et de capitaux pour contourner au maximum les mesures de contrôle ; or, ces ajustements entraînent diverses distorsions et réduisent la rentabilité locale. Plus le contrôle des mouvements de capitaux durera, plus il sera coûteux de revenir sur ces ajustements. À moyen terme, ce contrôle peut aussi avoir des conséquences significatives sur la distribution des revenus, car les entreprises n'ont pas toutes accès à ces marchés internes.

Bien qu'il n'y ait pas unanimité sur ce point, des études empiriques montrent que la liberté de circulation des capitaux procure des avantages économiques substantiels à de nombreux pays. Quinn et Toyoda (2008), par exemple, ont mis en évidence une relation positive entre l'ouverture financière et la croissance. Dans une autre étude, Desai, Foley et Hines Jr. (2005) sont parvenus à la conclusion que les immobilisations corporelles d'un pays augmentaient sensiblement plus vite après une libéralisation des mouvements de capitaux. Cela dit, les événements des dernières années ont amené nombre d'économistes à réévaluer l'importance des arbitrages en la matière, notamment ceux concernant les risques financiers. On avance fréquemment que la liberté de circulation des capitaux peut exposer davantage une économie à une explosion du crédit intérieur, à la formation de bulles de prix des actifs, à un excès de prêts en devises à des emprunteurs non couverts, et à une fragilisation de la structure de sa dette extérieure (voir par exemple Reinhart et Reinhart, 2008 ; Barajas et al., 2007). De récents travaux théoriques militent en faveur du contrôle des mouvements de capitaux, en transposant aux flux de capitaux internationaux l'analyse en économie fermée des politiques macroprudentielles qui visent à atténuer l'alternance de forte hausse et d'effondrement du crédit et des prix des actifs. Ainsi, selon Korinek (2011), des mesures de contrôle prudentiel relatives aux mouvements de capitaux à destination des économies émergentes peuvent être souhaitables d'un point de vue théorique dans l'optique du bien-être, car elles limitent l'incidence et la gravité des crises financières et, partant, réduisent les externalités pécuniaires survenant au cours de ces crises. Toutefois, les éléments empiriques qui étayaient ces théories restent très limités.

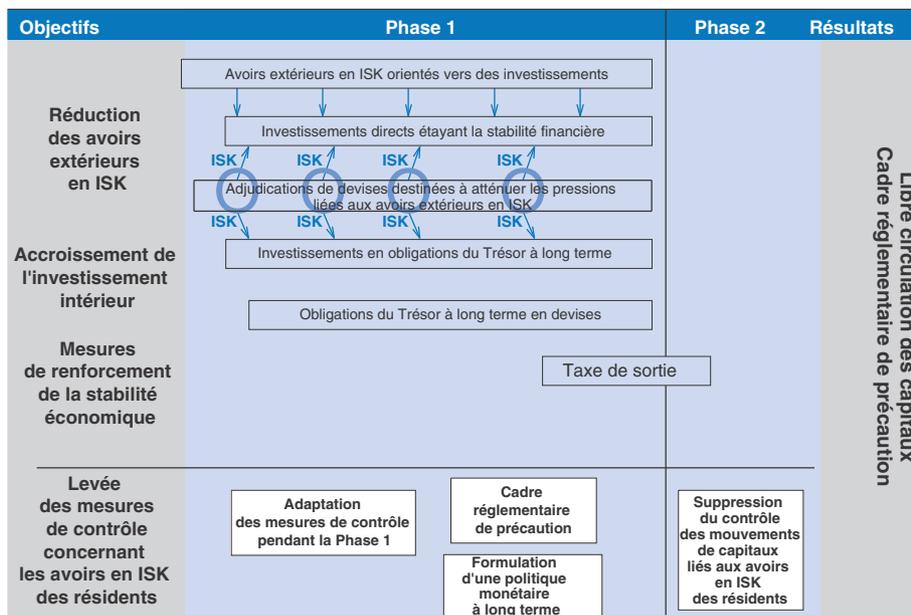
Dans le cas de l'Islande, la crise financière a indéniablement illustré de manière cuisante les conséquences de la concrétisation de ces risques financiers ; c'est pourquoi il est raisonnable de se demander si l'application, au moins limitée, d'un contrôle à long terme des mouvements de capitaux serait bénéfique. Les restrictions aux entrées de capitaux ont sans doute empêché que se reproduise la formidable envolée du crédit bancaire intérieur et l'effondrement qui s'est ensuivi au cours des dix dernières années, mais elles seraient malvenues dans la situation actuelle. De plus, dans un petit pays comme l'Islande dont la base productive est spécialisée, les restrictions aux mouvements de capitaux comportent des risques financiers qui contrebalancent leurs effets positifs. S'il lui est impossible de bénéficier des possibilités de diversification des risques offertes par les marchés de capitaux mondialisés, un tel pays est probablement plus vulnérable à l'instabilité de son activité intérieure. Ces risques revêtent sans doute une importance toute particulière pour l'Islande, où les chocs sur l'offre constituent depuis longtemps une source importante d'instabilité économique.

En novembre 2012, le FMI a diffusé une mise à jour de son « analyse institutionnelle » de la libéralisation des mouvements de capitaux et de leur gestion. Cette nouvelle conception est fondée sur l'expérience récente des pays et sur de multiples analyses figurant dans des notes de synthèse du FMI (FMI, 2012a ; Ostry et al., 2010 et 2011). Tout en reconnaissant les avantages importants de la liberté de circulation des capitaux, le FMI en souligne les risques, notamment l'accentuation de l'instabilité macroéconomique et de la vulnérabilité aux crises. Selon l'institution internationale, ces risques existent parce que l'ouverture financière incite les établissements financiers à prendre des risques excessifs, ce qui, en l'absence d'une réglementation et d'une surveillance financières adéquates, peut entraîner une volatilité des flux de capitaux, qui ont tendance à s'inverser soudainement. Après avoir évalué les facteurs en cause, le FMI conclut qu'une libéralisation intégrale des mouvements de capitaux n'est peut-être pas un objectif

approprié pour tous les pays et à tout moment. Cette opinion s'accompagne de plusieurs mises en garde importantes, dont la plus notable est peut-être que la gestion des flux de capitaux ne doit pas servir de substitut à de bonnes politiques macroéconomique et de surveillance financière. À propos de l'Islande, le FMI estime que, même si le contrôle des changes a constitué une réaction judicieuse à des sorties de fonds très perturbatrices, il devra être levé dès que la situation macroéconomique du pays le permettra (FMI, 2012a). Dans son rapport de suivi postprogramme daté d'octobre 2012, le FMI a fait l'hypothèse d'un maintien du contrôle des mouvements de capitaux jusqu'à la fin de 2015.

Les autorités islandaises sont d'avis qu'il serait dommageable de maintenir indéfiniment le contrôle des mouvements de capitaux et, dans cet esprit, le gouvernement a approuvé un programme clairement défini de levée de ces mesures de contrôle (Althingi, 2012a). Il doit se dérouler en deux phases (graphique 1.1) : la première a pour objectif de réduire les avoirs en couronnes encore détenus à l'étranger par le biais d'adjudications organisées par la BCI en tant qu'intermédiaire, et de programmes d'investissement étranger. Après ces acquisitions, une surtaxe temporaire de sortie sera prélevée sur les mouvements de capitaux vers l'étranger. Dans le cadre de la seconde phase, il est prévu de lever les mesures de contrôle concernant les sorties de capitaux d'agents économiques résidents, tout en encourageant l'investissement direct et en réduisant la surtaxe de sortie par étapes, jusqu'à la libéralisation complète des mouvements de capitaux.

Graphique 1.1. Les autorités ont adopté un programme officiel de levée des mesures de contrôle des mouvements de capitaux



Source : Althingi (2012), *Future Structure of the Icelandic Financial System*, Rapport du ministre des Affaires économiques au Parlement (Althingi), mars 2012.

Le projet des autorités ne prévoit pas de calendrier précis, et les dispositions législatives adoptées au début de 2013 ne font plus mention de la date d'expiration fixée auparavant. Les autorités ont énoncé plusieurs conditions devant être réunies pour que la levée des mesures de contrôle puisse avoir lieu sans créer de perturbations financières. Divers facteurs, tels que la réussite des programmes publics destinés à favoriser le retour

des avoirs en couronnes détenus à l'étranger, la solidité des perspectives d'évolution de la balance des paiements et l'adéquation des réserves de change, détermineront le rythme de la libéralisation des mouvements de capitaux. Sachant que l'Islande fera face à des risques financiers particulièrement élevés pendant la période de transition, cette approche prudente et conditionnelle est judicieuse.

Des sorties de capitaux rapides et importantes pourraient susciter un regain d'instabilité sur le marché des changes, notamment parce que les non-résidents détiennent encore une part substantielle des actifs en couronnes qui sont bloqués par les mesures de contrôle. Selon certaines estimations, les avoirs des non-résidents, qui représentaient près de 50 % du PIB en 2008, ont reflué à quelque 23 % du produit intérieur brut en 2012 ; toutefois, ces chiffres sous-estiment l'ampleur des sorties potentielles de capitaux, car ils ne tiennent pas compte des sorties anticipées de devises qui vont se produire lorsque les créanciers non résidents finiront par recevoir des actifs libellés en couronnes, correspondant à la part qui leur revient dans le cadre de la liquidation des banques en faillite. Bien qu'entourée d'une grande incertitude, la valeur courante des actifs patrimoniaux des banques défaillantes a été estimée à pas moins de 22 % du PIB, l'essentiel étant détenu par des créanciers non résidents. Il est certes possible que des entités islandaises ayant des avoirs en devises acquièrent les actifs concernés, et empêchent ainsi des sorties de devises, mais c'est loin d'être certain, et la part des avoirs nationaux dans les portefeuilles de ces entités s'en trouverait prédominante. De plus, bien que le taux de change réel soit assez faible par rapport à sa moyenne rétrospective, il existe tout de même un risque significatif que, lorsque l'occasion leur en sera donnée, certains résidents islandais choisissent de réduire leur exposition à la monnaie nationale.

Les autorités ont déjà pris plusieurs mesures destinées à réduire sensiblement les avoirs étrangers en couronnes. Depuis le milieu de 2011, la BCI a procédé à plusieurs adjudications pour acquérir de la monnaie nationale auprès de non-résidents, et la céder ensuite à des investisseurs désireux d'acquérir des obligations d'État à long terme ou d'autres actifs nationaux et de les conserver pendant au moins cinq ans. Jusqu'à présent, ces opérations ont permis de réduire les avoirs en couronnes des non-résidents de moins de 10 % de l'encours initial estimé. À la fin de 2011, les autorités ont aussi lancé un programme permettant aux investisseurs étrangers d'acquérir par adjudication la moitié du montant en couronnes nécessaire à la réalisation de leurs projets et de se procurer le solde sur le marché des capitaux islandais (ce que l'on appelle « l'option 50/50 »).

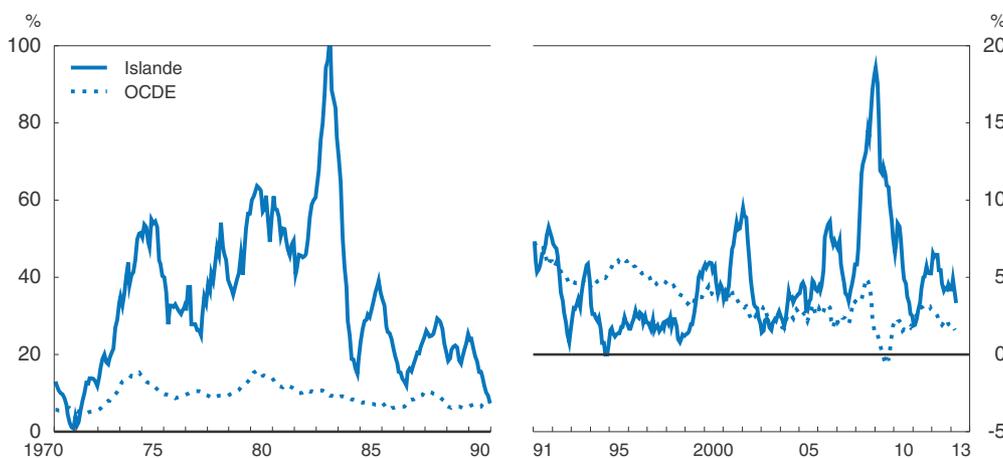
Des progrès ont également été accomplis dans d'autres domaines vers la suppression à terme du contrôle des mouvements de capitaux. La politique monétaire a été resserrée et les restrictions portant sur les nouvelles entrées de capitaux ont globalement été levées. L'amélioration sensible de la situation budgétaire des administrations publiques contribue à accroître l'épargne nette et soutient la confiance envers le système financier du pays. Les autorités ont accumulé d'importantes réserves de change, ce qui leur permet d'intervenir, le cas échéant, pour s'opposer à une dépréciation modérée de la monnaie. L'issue favorable de l'affaire Icesave a fait baisser la pression sur le gouvernement islandais et mis fin à une grande source d'incertitude, ce qui renforcera aussi la confiance des investisseurs et facilitera la levée des mesures de contrôle des mouvements de capitaux. La situation financière des banques islandaises s'est améliorée, et elles paraissent plus aptes qu'auparavant à résister à la concurrence des marchés financiers mondiaux.

Néanmoins, il reste à remplir certaines conditions importantes. Même si la tâche ne sera assurément pas aisée, en menant à bien le rééquilibrage de l'économie et en renforçant la balance courante, les autorités islandaises feraient en grand pas vers la satisfaction des conditions de mise en œuvre de leur programme de suppression du contrôle des mouvements de capitaux. Des progrès supplémentaires sont aussi nécessaires pour rendre plus attractive la détention d'actifs en couronnes. Cela passera non seulement par un resserrement supplémentaire de la politique monétaire et une poursuite de l'assainissement des finances publiques, mais aussi par une amélioration de la crédibilité de la détermination des pouvoirs publics à préserver la mobilité des capitaux sur le long terme. De plus, les autorités doivent renforcer davantage la surveillance et la réglementation prudentielles, et mettre au point une stratégie monétaire judicieuse favorisant la stabilité du cours de change. Une telle approche contribuera à renforcer la stabilité financière et à atténuer les risques considérables de mouvements désordonnés des capitaux lorsque les mesures de contrôle finiront par être démantelées.

La politique monétaire après la levée du contrôle des mouvements de capitaux

Depuis longtemps, l'Islande éprouve des difficultés à concilier ses objectifs dans le contexte de l'« impossible trinité » – c'est-à-dire à assurer simultanément la stabilité du cours de change, l'indépendance de la politique monétaire et la mobilité des capitaux. Les résultats obtenus en matière d'inflation ont été inégaux, au cours des divers épisodes de régimes de changes fixes et de changes flottants (graphique 1.2), ce qui reflète en grande partie les répercussions marquées des mouvements du cours de change sur l'évolution des prix intérieurs. Il est clair que la politique monétaire manque de crédibilité et les anticipations inflationnistes, quoique assez précises au regard de l'inflation effective, ne sont pas bien ancrées. Cela va poser des problèmes considérables pour la politique monétaire une fois levées les restrictions aux mouvements de capitaux.

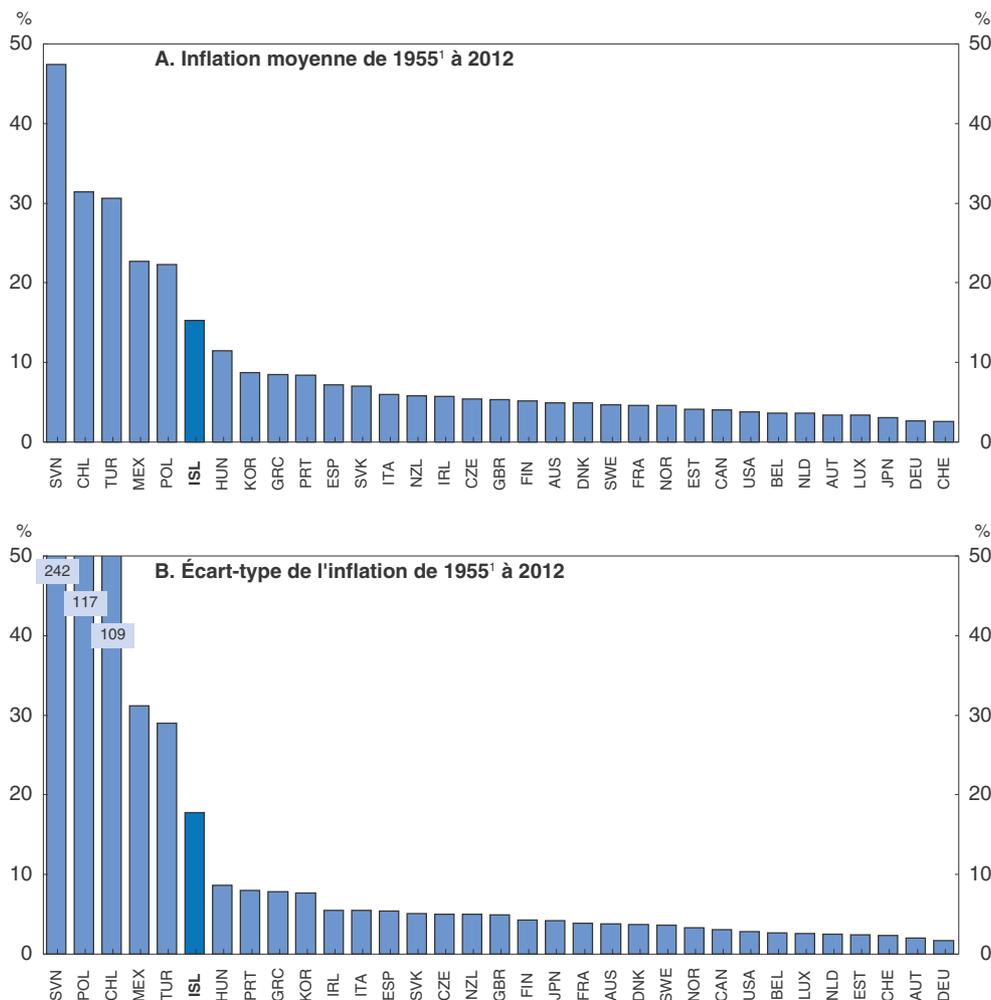
Graphique 1.2. **L'Islande a été confrontée à une inflation élevée¹**



1. Indice des prix à la consommation, tous produits.
Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/88893285525>

Graphique 1.3. **En Islande, l'inflation est plus élevée et volatile que dans la plupart des autres pays de l'OCDE**



1. Première année disponible dans la base de données.

Source : OCDE, Base de données analytique.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/88893285544>

Un cadre évolutif pour la politique monétaire

La performance médiocre de l'Islande en matière d'inflation s'inscrit dans un contexte marqué par divers régimes de fixité et de flottement du taux de change. Dans les années 70 et au début des années 80, le pays ne disposait pas d'un cadre de politique monétaire officiellement défini et a pratiqué différentes formes de flottement administré. Des problèmes ont commencé à se faire jour après qu'une série d'initiatives des pouvoirs publics eut révélé un biais significatif en faveur de la dépréciation de la couronne et une orientation monétaire généralement accommodante, les autorités monétaires islandaises semblant focalisées exclusivement sur le plein emploi. La sphère réelle de l'économie s'est bien ajustée aux chocs externes et le chômage a été maintenu à un bas niveau, mais l'inflation a augmenté puis est restée très élevée, ressortant à près de 50 % par an en moyenne pendant la décennie qui s'est achevée en 1983.

À partir de 1983, les autorités islandaises ont mis davantage l'accent sur la stabilité du taux de change et mis en œuvre un large éventail de mesures, dont plusieurs dévaluations

de la couronne, pour réduire l'inflation et le déséquilibre extérieur. La politique monétaire a été réorientée explicitement vers un objectif de change utilisé comme point d'ancrage nominal, la couronne étant rattachée à un panier de 17 devises pondéré en fonction de la composition des échanges commerciaux. Avec ce système, l'inflation s'est rapidement stabilisée et, pendant un certain temps, les autorités ont réussi à maintenir le taux de change dans une marge étroite de 2½ pour cent de part et d'autre de l'objectif visé.

Au cours des années 90, toutefois, la libéralisation et les innovations financières ont entraîné un développement rapide du marché des capitaux islandais, un creusement du déficit des paiements courants et une augmentation des entrées de capitaux ; autant de facteurs qui ont rendu nécessaire un élargissement progressif de la marge de fluctuation associée à l'objectif de taux de change. Elle a été portée à 6 % en 1995, puis agrandie de nouveau au début de l'an 2000, à 9 %. À la fin des années 90, la surchauffe de l'économie et l'importance du déficit des paiements courants montraient clairement que le maintien de l'objectif de change était incompatible avec l'équilibre interne.

En 2001, à la suite d'une dépréciation particulièrement forte de la couronne, la BCI a annoncé qu'elle allait adopter un régime de ciblage de l'inflation en matière de politique monétaire et laisser le taux de change nominal flotter librement. Avec ce nouveau cadre, la détermination des taux d'intérêt était le principal instrument utilisé pour réaliser l'objectif de taux d'inflation fixé à 2½ pour cent, mesuré par la variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC). La BCI a aussi défini une « limite de tolérance » correspondant au point auquel elle devait soumettre au gouvernement un rapport spécial expliquant les raisons des déviations par rapport à l'objectif. Après une période initiale d'ajustement, cette limite de tolérance a été fixée à 1½ point de pourcentage de part et d'autre de l'objectif. D'autres changements ont été mis en œuvre par la suite dans le but d'améliorer la transparence ainsi que l'indépendance de la Banque centrale et de renforcer le dispositif de politique monétaire.

Après l'adoption en 2001 du cadre de ciblage de l'inflation, l'Islande avait pu ramener la hausse des prix avec une rapidité remarquable au niveau de l'objectif de la BCI. Néanmoins, vers la fin de 2004, quand une sérieuse surchauffe économique s'est amorcée, l'inflation a dépassé l'objectif et elle lui est restée supérieure jusqu'à la crise financière. Le ciblage de l'inflation a été suspendu officiellement en 2008 après la chute du taux de change et l'implosion des marchés de capitaux islandais ; les autorités du pays sont alors convenues avec le FMI que la stabilisation de la couronne devait être un élément fondamental du programme de redressement économique.

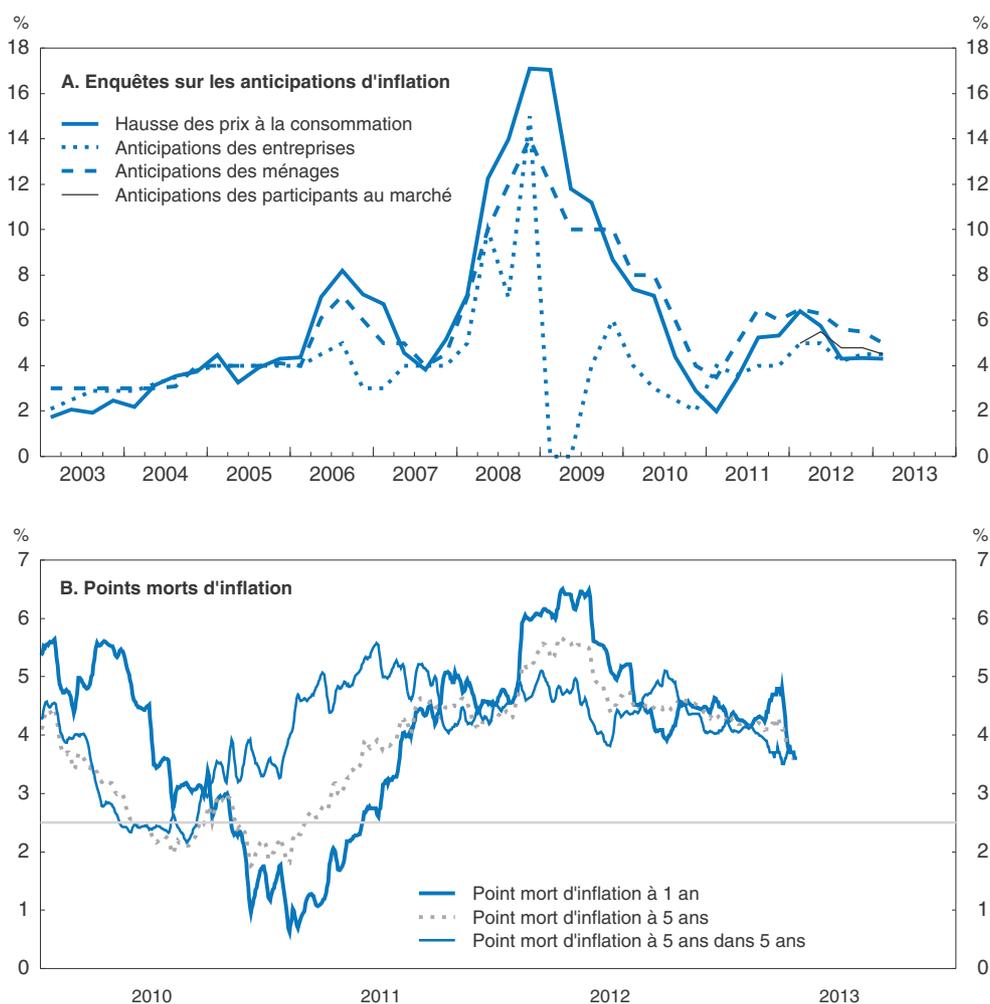
Une forte répercussion des variations du taux de change sur l'inflation

Les résultats décevants de l'Islande en matière d'inflation découlent sans doute en grande partie de la répercussion très marquée des variations du taux de change sur l'inflation, tant globale que sous-jacente. Cette répercussion est mise en évidence dans une récente étude du FMI (FMI, 2012) qui a utilisé un modèle flexible d'autorégression vectorielle (VAR) pour estimer la réponse impulsionnelle des prix intérieurs et des prix à l'importation à un choc subi par le taux de change effectif nominal. Les résultats de ces travaux économétriques font apparaître des effets importants et statistiquement significatifs pendant les trois trimestres consécutifs à un choc de cette nature. Il ressort de l'analyse du FMI que la composante des prix à l'importation et la composante des prix intérieurs de l'IPC réagissent de manière presque identique et simultanée à des chocs d'envergure sur le taux de change. L'examen des réponses cumulées permet par ailleurs de

mettre en évidence une surréaction de ces deux composantes à la suite des chocs subis par le taux de change : au bout de trois trimestres, la réponse cumulée à une dépréciation de 10 % du taux de change est proche de 15 % pour les prix à l'importation et de 17 % pour les prix intérieurs.

Divers indicateurs laissent à penser que les anticipations d'inflation sont mal ancrées en Islande. La BCI publie régulièrement deux estimations différentes de ces anticipations, fondées sur des enquêtes effectuées auprès des ménages, d'une part, et auprès des 400 plus grandes entreprises du pays, d'autre part. Ces deux enquêtes sont réalisées par Capacent Gallup et la BCI. On demande aux participants quelles sont leurs anticipations d'inflation à un an et à deux ans. Même si les indicateurs tirés de ces deux enquêtes peuvent différer quelque peu, ils mettent en évidence une forte corrélation avec l'évolution effective de l'inflation et se caractérisent par une grande volatilité (graphique 1.4). En outre, ces mesures des anticipations d'inflation sont constamment supérieures à l'objectif de

Graphique 1.4. Mesures diverses des anticipations d'inflation¹



1. Le point mort d'inflation est égal à l'écart de rendement entre les obligations d'État (ou garanties par l'État) nominales et celles qui sont indexées sur l'inflation (moyennes mobiles sur cinq jours). Données quotidiennes collectées jusqu'au 26 février 2013.

Source : Banque centrale d'Islande, *Indicateurs économiques*.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932855563>

2½ pour cent. Ainsi, lors des enquêtes effectuées en mai 2013, les répondants anticipaient une inflation de 5 % (pour les ménages) ou de 4½ pour cent (dans le cas des entreprises) à un horizon de deux ans ; compte tenu des marges d'erreurs-types qui entourent ces estimations (et de l'hypothèse d'une distribution normale des réponses aux enquêtes), il est très peu probable que les anticipations soient ramenées au niveau de l'objectif au cours des deux prochaines années.

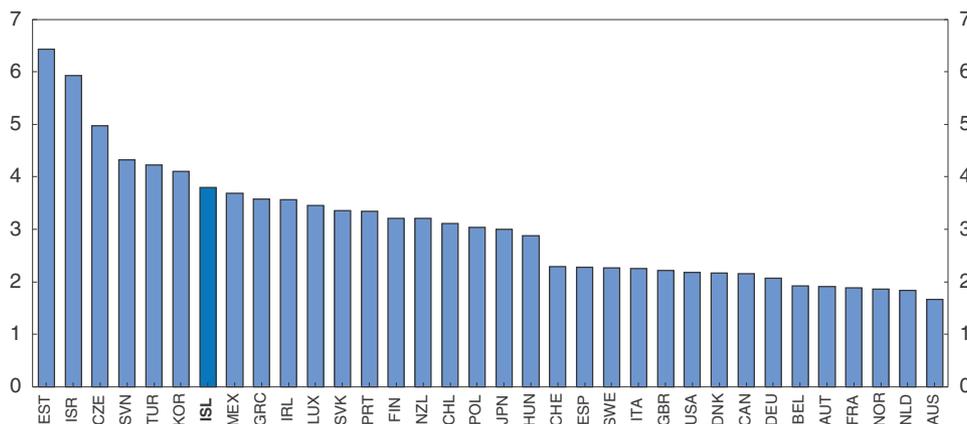
Les autorités islandaises ont commencé à réaliser des enquêtes trimestrielles sur les anticipations des participants au marché, qui comportent des questions sur les prévisions concernant diverses variables économiques, dont l'inflation, la production et les taux d'intérêt (BCI, 2012b). Faisaient partie de l'échantillon de cette nouvelle enquête, différents participants au marché obligataire, à savoir des banques, des fonds de pension, des organismes de placement collectif, des sociétés de bourse et des gestionnaires d'actifs agréés. L'étude comportait aussi des questions sur les prévisions de taux d'intérêt nominaux et réels, ce qui permet de calculer indirectement les anticipations d'inflation au moyen de ce que l'on appelle le point mort d'inflation, qui est égal à la différence entre les taux nominaux et les taux réels (Fisher, 1930). D'après les réponses apportées à l'enquête de mai 2013, le taux d'inflation annuel escompté, tant à un an qu'à deux ans, était de 4 %. À plus longue échéance, les répondants tablaient sur une inflation moyenne de 4.2 % au cours des cinq années suivantes et de 4 % au cours des 10 années suivantes. Ces niveaux sont tous bien supérieurs à l'objectif à long terme de la Banque centrale, qui est de 2½ pour cent. Il convient de noter que la nouvelle enquête constitue un bon complément aux mesures actuelles des anticipations, et qu'elle devrait contribuer utilement aux évaluations futures de la politique monétaire réalisées par la BCI.

Le mauvais ancrage des anticipations d'inflation en Islande est également démontré par d'autres études, dans lesquelles sont analysées des mesures indirectes des anticipations d'inflation fondées sur des courbes de rendement. Ainsi, selon une étude réalisée en 2012 par le FMI, qui a appliqué à l'Islande la méthodologie exposée dans des travaux antérieurs par Rudebusch et Wu (2003), les variations inattendues de l'inflation relèvent sensiblement, à court terme, le niveau des rendements obligataires nominaux à long terme et du point mort d'inflation, mais il ne semble guère établi qu'elles aient des effets significatifs à plus longue échéance. En l'absence d'un ancrage correct des anticipations d'inflation, des chocs temporaires subis par le taux de change et d'autres prix se répercutent plus directement sur les attentes des participants aux marchés, et donc sur l'inflation effective. Le manque de confiance à l'égard de la stabilité des prix fait aussi augmenter les primes de risque d'inflation sur les taux d'intérêt, au détriment de l'investissement et de la productivité.

Les caractéristiques de l'économie islandaise compliquent la conduite d'une politique monétaire indépendante

En Islande, l'activité économique est depuis longtemps sujette à une plus forte instabilité que dans la plupart des autres pays de l'OCDE (graphique 1.5). Cette instabilité est imputable dans une large mesure à la petite dimension du pays et à la structure de son économie, en particulier sa forte dépendance à l'égard des ressources naturelles qui constituent sa principale source d'exportations. Stiglitz (2001) considère l'Islande comme l'exemple le plus extrême de petite économie ouverte : avec un peu plus de 320 000 habitants, ce pays est moins peuplé qu'une ville européenne moyenne. Son PIB était évalué à seulement 8½ milliards USD en 2012, et la capitalisation du marché boursier ne représentait qu'un

Graphique 1.5. De par sa structure, l'économie islandaise est particulièrement vulnérable aux chocs économiques¹



1. Volatilité du PIB réel mesurée par l'écart-type de la croissance du PIB de 1970 à 2011 ; à partir de 1971 pour la Corée, de 1987 pour le Chili, de 1991 pour la République tchèque, la Pologne et la Slovaquie, de 1992 pour la Hongrie, de 1993 pour la Grèce, de 1994 pour la République slovaque et de 1996 pour l'Estonie.

Source : OCDE, Base de données des comptes nationaux.

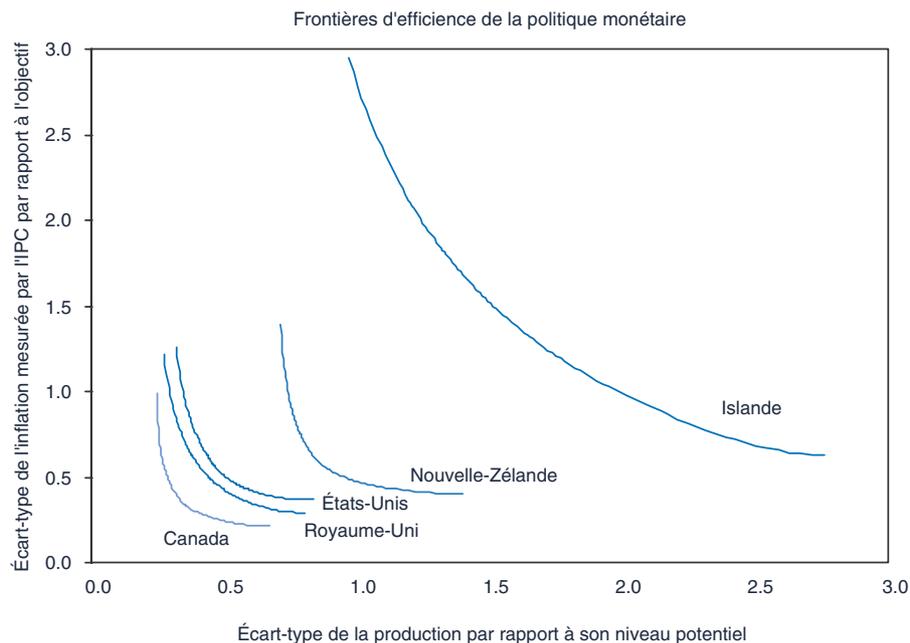
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932855582>

dixième de celle d'une société américaine de taille moyenne. Les exportations islandaises sont particulièrement vulnérables aux chocs sur l'offre provenant des fluctuations naturelles des stocks de poissons, et aux chocs sur les termes de l'échange. La base productive du pays est très spécialisée et les exportations de produits de base, au caractère fluctuant, représentent une proportion du PIB total plus élevée que chez les autres exportateurs de produits de base de l'OCDE.

Selon certains économistes, la petite taille de l'Islande et la spécialisation de sa structure de production soulèvent des problèmes considérables en termes d'action publique. Honjo et Hunt (2006), par exemple, ont estimé empiriquement la frontière d'efficacité de la politique monétaire (décrite à l'origine par Taylor (1979) pour l'Islande) (graphique 1.6). Cette frontière correspond au lieu où se conjugue la plus faible variabilité de l'inflation et de la production qui soit réalisable avec différentes règles de conduite de la politique monétaire, lorsque l'économie subit des perturbations répétées. En se référant à des règles simples de politique monétaire, basées sur des prévisions d'inflation, en vigueur au Canada, en Nouvelle-Zélande, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les auteurs ont montré que l'arbitrage entre variabilité de l'inflation et de la production était bien moins favorable pour l'Islande que pour d'autres pays. Cela incite à croire qu'en Islande, l'inflation est plus susceptible de s'inscrire en dehors de la marge de fluctuation retenue que dans d'autres pays pratiquant le ciblage de l'inflation.

Breedon et al. (2012) ont effectué une analyse empirique des résultats économiques de 37 petits pays à haut revenu disposant de leur propre monnaie caractérisés par trois régimes différents de taux de change nominal : fixité, régime intermédiaire et flottement [selon le classement conçu à l'origine par Levy-Yeyati et Sturzenegger (2003)]. Ils ont constaté que, dans les pays laissant flotter leur monnaie, la volatilité du taux de change tend à être systématiquement plus forte qu'ailleurs, mais que les différences sont à peine perceptibles à la fois pour la croissance économique moyenne et pour sa volatilité par rapport aux pays dotés d'autres régimes de change. Leur conclusion est la suivante : le

Graphique 1.6. **L'arbitrage entre variabilité de l'inflation et de la production est moins favorable en Islande qu'ailleurs**



Source : Honjo et Hunt (2006).

flottement du taux de change va de pair avec une plus forte volatilité de celui-ci, mais les pays qui adoptent ce régime de change n'en retirent aucun avantage tangible en termes de réduction de la volatilité macroéconomique fondamentale.

Toutefois, il est très difficile de comparer l'expérience islandaise à celle de pays similaires, car l'Islande figure parmi les rares pays de très petite taille qui ont une monnaie indépendante et un taux de change flottant. Sur les 37 pays et territoires couverts par l'étude de Breedon et al. (2012), cinq seulement ont un régime de change autre que la fixité. D'un point de vue théorique, la rareté des petits pays dotés d'un régime de change flottant n'est guère surprenante. En effet, on considère souvent qu'ils ont intérêt à choisir un régime de fixité, principalement parce que la gestion d'une autorité monétaire entraîne des coûts fixes et qu'il leur est plus difficile d'absorber ces coûts. En outre, les petits pays commercent davantage que les autres et peuvent vraisemblablement tirer de plus grands avantages sur ce plan d'une moindre volatilité du taux de change, notamment dans la mesure où l'imperfection des marchés de capitaux augmente le coût de couverture du risque de change.

Pourtant, de nombreux pays, même de grande taille, ont vu leurs tentatives d'ancrer leur taux de change se solder par des échecs douloureux. L'effondrement d'un régime de fixité s'explique le plus souvent par une évolution divergente par rapport au pays à la monnaie duquel le taux de change est rattaché. L'échec de ce régime entraîne fréquemment des variations très fortes et soudaines du taux de change, ayant des conséquences préjudiciables pour les pays concernés. On peut citer comme exemples récents les pays d'Asie du Sud-est à la fin des années 90 et l'Argentine au début des années 2000. Dans les deux cas, on a assisté à un abandon des politiques de fixité du taux de change, suivi de graves récessions. Globalement, compte tenu du caractère limité des éléments d'appréciation disponibles, la nature du régime de change le plus approprié pour l'Islande reste sujette à débat.

Ajustement de la politique de ciblage de l'inflation

Sachant que l'Islande n'avait que sept ans d'expérience d'une politique monétaire de ciblage de l'inflation quand la crise financière a éclaté, il serait prématuré de considérer que cette approche a échoué. Au demeurant, d'autres pays pratiquant le ciblage de l'inflation semblent avoir traversé la crise dans de meilleures conditions qu'elle (encadré 1.2). Comme cela avait été souligné dans les précédentes *Études économiques* et comme les autorités islandaises l'ont elles-mêmes reconnu, la surchauffe de l'économie au cours des années 2000 était en partie imputable à une politique monétaire non optimale, puisque les taux d'intérêt ont été relevés trop peu et trop tard pour endiguer la montée des déséquilibres (BCI, 2012). En outre, comme l'ont aussi mentionné les précédentes *Études économiques*, l'efficacité de la politique monétaire a été affaiblie par son manque de crédibilité, les ingérences politiques dans les décisions de la Banque centrale, les dysfonctionnements des mécanismes de transmission et des chocs exogènes de grande ampleur. Par ailleurs, un manque de coordination entre les politiques budgétaire et monétaire s'est conjugué à des carences de la réglementation et de la surveillance prudentielles, ce qui a débouché sur une envolée spectaculaire des marchés du crédit et, au bout du compte, un effondrement.

Tirant les leçons de cette expérience, les autorités ont pris ces dernières années plusieurs mesures pour renforcer l'indépendance de la Banque centrale, améliorer la coordination avec la politique budgétaire et remettre à plat la surveillance des banques. La BCI a en outre proposé une approche modifiée du ciblage de l'inflation, qualifiée de « ciblage renforcé » (BCI, 2010). Dans ce nouveau dispositif, le taux d'intérêt demeure le principal instrument d'action utilisé pour atteindre l'objectif d'inflation, et le cours de change peut fluctuer librement, sachant toutefois que la Banque centrale procède à des interventions sur le marché des changes pour amortir l'impact des mouvements de capitaux à court terme sur le cours de change. On espère ainsi qu'en atténuant les fluctuations du taux de change, ces interventions sur le marché contribueront à stabiliser les anticipations d'inflation et à assurer la stabilité financière.

Les autorités ont indiqué que, durant le processus en cours de levée des restrictions aux mouvements de capitaux, la politique monétaire islandaise restera fortement axée sur la stabilité du cours de change, si bien que le « ciblage renforcé » n'a pas encore été pleinement adopté. Néanmoins, la BCI a déjà commencé à intervenir activement sur le marché des changes. À la suite d'une dépréciation prononcée de la couronne au second semestre de 2012, la BCI a suspendu son programme d'achats réguliers de devises et commencé à soutenir la monnaie nationale par des interventions stérilisées sur le marché des changes. En annonçant sa politique en février, le Comité de politique monétaire de la BCI a souligné le risque que « des anticipations autoréalisatrices d'une dépréciation du cours de change n'affaiblissent davantage la monnaie » islandaise (BCI, 2013). Depuis lors, la valeur de la couronne a largement regagné le terrain qu'elle avait perdu au cours des six mois précédents.

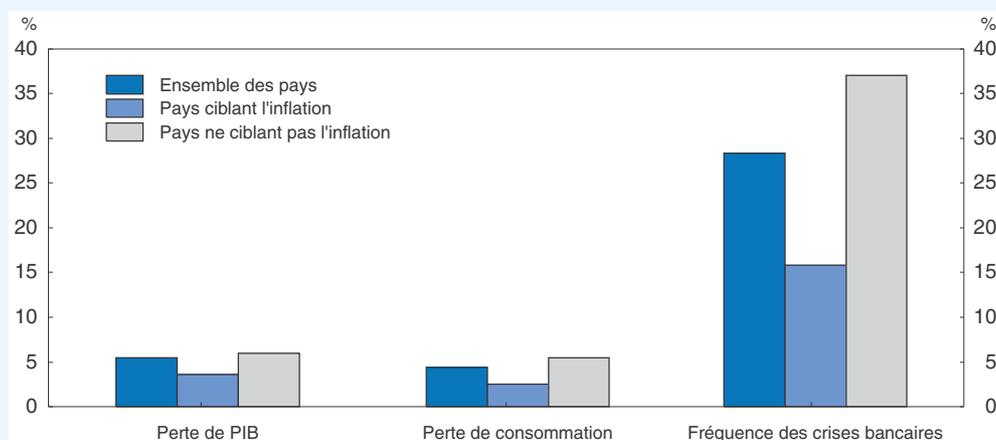
Tant que la BCI ne cherche pas à défendre un niveau fixe du cours de change, une telle stratégie d'interventions pourrait être bénéfique, car elle peut contribuer à stabiliser les anticipations d'inflation, et atténuer par là-même les tensions sur les prix intérieurs résultant des variations du taux de change. Toutefois, il convient de mettre en œuvre cette approche avec prudence, car même des interventions limitées peuvent exposer le contribuable à des pertes significatives. De plus, les ressources dont disposera le

Encadré 1.2. L'expérience des autres pays qui ciblent l'inflation

Ces dernières années, la politique de ciblage de l'inflation a suscité un intérêt croissant, notamment parce que beaucoup des pays ayant adopté ce régime ont apparemment vu leurs performances économiques s'améliorer. La Nouvelle-Zélande, en particulier, a été le premier pays à choisir officiellement un cadre de ciblage de l'inflation, en 1990, et ses résultats en la matière, qui figuraient parmi les plus médiocres des pays avancés, la placent désormais vers le milieu du classement. Après de nombreuses années pendant lesquelles le taux d'inflation de la Nouvelle-Zélande avait été sensiblement supérieur à celui de l'Australie, il est devenu légèrement inférieur (2.6 % contre 2.8 %) pendant les 22 ans qui ont suivi l'adoption d'un objectif d'inflation. Depuis lors, plus de 20 pays ont officiellement choisi des régimes similaires. Un certain nombre d'études empiriques ayant été publiées montrent que l'adoption d'un objectif d'inflation a été suivie d'une réduction du rythme et de la variabilité de l'inflation dans les pays en question, même si l'on tient compte de l'évolution d'autres variables économiques [voir par exemple Pétursson (2004) ; Vega et Winkelried (2005) ainsi que Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007)]. Corbo et al. (2001) ont constaté que l'adoption d'un objectif d'inflation tendait à rendre celle-ci plus prévisible et moins persistante ; de même, Pétursson (2009) concluait que, dans de nombreux pays, l'ampleur de la répercussion des variations du taux de change diminuait après l'adoption du ciblage de l'inflation.

Les pays qui ciblent l'inflation présentent une autre caractéristique notable : ils semblent avoir, en moyenne, traversé la crise financière dans de meilleures conditions que les autres. Ainsi, selon une récente analyse comparative internationale d'Ólafsson et Pétursson (2010), la contraction de la production et de la consommation a été plus limitée dans les pays ciblant l'inflation, et ce après ajustement en fonction de diverses variables antérieures à la crise et caractéristiques nationales (graphique 1.7). En revanche, la crise financière mondiale a eu une incidence relativement forte en Islande : la baisse de l'activité a été plus marquée qu'ailleurs et les difficultés bancaires plus répandues.

Graphique 1.7. La crise a eu des effets relativement limités dans la plupart des pays ciblant l'inflation



Source : Ólafsson et Pétursson (2010).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932855601>

gouvernement islandais pour intervenir seront plus limitées que celles des parties adverses sur le marché une fois que le contrôle des mouvements de capitaux aura été levé.

Compte tenu de ces limitations, il pourrait être nécessaire de procéder à des ajustements supplémentaires du dispositif de ciblage de l'inflation. En particulier, compte tenu de sa petite taille et de l'étroitesse de sa base productive, l'Islande va très certainement continuer de connaître une instabilité de son activité économique, de ses termes de l'échange et de son taux de change. En conséquence, l'inflation effective de l'Islande va sans doute aussi rester plus instable et, partant, s'inscrire plus souvent en dehors de la marge de fluctuation retenue que dans d'autres pays pratiquant le ciblage de l'inflation (Breedon et al., 2012). La BCI pourrait donc être amenée à tolérer des écarts plus durables par rapport à l'objectif d'inflation. Une plus grande coordination des politiques monétaire et budgétaire améliorerait également la capacité des pouvoirs publics à promouvoir la stabilité des prix, même si l'ampleur actuelle de la dette publique limitera la possibilité d'utiliser la politique budgétaire pour stabiliser la demande globale. Surtout, il faut renforcer la crédibilité de la politique monétaire pour en accroître l'efficacité, ce qui suppose un strict respect de l'indépendance de la Banque centrale, notamment lorsque les taux d'intérêt doivent être relevés dans un contexte de montée des tensions inflationnistes.

L'application du ciblage de l'inflation en Islande présente des caractéristiques inhabituelles : en effet, l'indice global des prix à la consommation, auquel se réfère l'objectif, intègre le prix de marché des logements sous la forme de la sous-composante des loyers imputés. Cela est dû à la forte proportion de propriétaires occupants en Islande (plus de 80 % de la population) et à l'étroitesse correspondante du marché locatif, où les prix font souvent l'objet d'interventions officielles. Le fait que l'indice des prix intègre une composante logement reflétant l'évolution des prix de l'immobilier d'habitation et des taux des emprunts hypothécaires a un effet indésirable, étant donné que tout resserrement monétaire fait augmenter l'indice ciblé. Il est difficile d'adopter une méthode d'équivalence locative pour les logements occupés par leurs propriétaires, étant donné l'étroitesse du marché islandais de la location ; néanmoins, la Nouvelle-Zélande et d'autres pays ont résolu ce problème en adoptant des mesures basées sur le coût du capital correspondant aux bâtiments et à l'aménagement foncier (OCDE, 2009).

Même dans le meilleur dispositif possible, une micromonnaie comme celle de l'Islande sera toujours difficile à administrer compte tenu de l'ampleur et de la volatilité des mouvements de capitaux au niveau mondial. De fait, l'Islande est de loin le plus petit territoire au monde qui soit doté de sa propre monnaie flottante. À plus long terme, adopter l'euro, et confier en conséquence la conduite de la politique monétaire à la Banque centrale européenne (BCE), constitue une possibilité envisageable. Cela stabiliserait l'inflation et réduirait la prime de risque de change par rapport à l'euro qui est intégrée dans les taux d'intérêt intérieurs, ce qui renforcerait l'intensité capitaliste et la productivité, domaines dans lesquels l'Islande est loin de la moyenne des pays de l'OCDE (OCDE, *Objectif croissance*, 2013). Cela étant, l'Islande ne semble pas constituer avec la zone euro une zone monétaire optimale, et elle ne bénéficierait plus du rôle d'amortisseur de chocs joué par le taux de change, rôle qui s'est avéré particulièrement important au cours de la reprise consécutive à la crise. De plus, l'adoption de l'euro supposerait d'adhérer à l'UE, ce qui ne sera pas possible tant que les mesures de contrôle des mouvements de capitaux n'auront pas été levées, et pose d'autres problèmes sans rapport avec la politique monétaire.

Les instruments prudents, troisième pilier de la politique macroéconomique

Une des principales leçons de la crise financière est que la politique monétaire traditionnelle peut ne pas suffire pour assurer à la fois la stabilité monétaire et financière. Il ressort de l'expérience récente de nombreux pays que la surveillance et la réglementation macroprudentielles peuvent jouer un rôle essentiel à cet égard. Les politiques macroprudentielles sont axées sur la stabilité de l'ensemble du système, plutôt que sur celle de chaque établissement financier. L'idée directrice sur laquelle elles se fondent est que la variété et la complexité des connexions entre les entités individuelles au sein du système financier peuvent créer des risques endogènes pour l'ensemble. L'objectif des mesures macroprudentielles est de limiter ces risques systémiques et de réduire le plus possible les effets nocifs des chocs financiers sur l'activité réelle. En prévenant la formation de déséquilibres financiers, ces mesures ont aussi des chances d'accroître l'efficacité des politiques monétaire et budgétaire.

Un des domaines où les instruments macroprudentiels paraissent prometteurs est la prévention de l'apparition de bulles du crédit. Les marchés de crédit sont bien développés en Islande et les phases ascendantes des cycles de prix des actifs vont souvent de pair avec un essor du crédit et une hausse des dépenses induites alimentée par le crédit, parce qu'en période de conjoncture favorable, les agents ont tendance à sous-estimer la possibilité d'une récession, ce qui fausse la tarification du risque. Le phénomène de hausse des prix des actifs alimentant l'expansion du crédit peut se renforcer de lui-même et déboucher sur une envolée du crédit non viable, qui s'achève lorsque la bulle des prix des actifs finit par éclater. En conséquence, le cycle du crédit tend à amplifier le cycle conjoncturel, et à provoquer des dommages et des tensions significatifs dans le système financier d'un pays.

Les politiques macroprudentielles pourraient aussi être bénéfiques à l'Islande en réduisant les risques liés à la volatilité des flux de capitaux internationaux. En effet, la stabilité macroéconomique et financière, d'une part, et l'évolution du taux de change réel, d'autre part, sont étroitement liées. Il arrive que les entrées de capitaux instables s'accroissent quand la situation économique est bonne, faisant monter les prix des actifs et le taux de change, et contribuant du même coup à la surchauffe de l'économie et aux tensions inflationnistes. Inversement, les sorties de capitaux résultant d'un retournement soudain des anticipations des investisseurs et de leur appétence pour le risque entraînent une baisse du taux de change qui peut amplifier une contraction de l'activité réelle, ou même la déclencher. Par le passé, les flux de capitaux spéculatifs ont joué un rôle important dans la surchauffe de l'économie et la crise financière qui a suivi ; lorsque l'Islande assouplira les restrictions aux mouvements de capitaux en vigueur et redeviendra plus intégrée au système financier international, il conviendra de prendre des mesures permettant d'atténuer les augmentations soudaines de flux de capitaux, dans les deux sens.

La panoplie des instruments destinés à atténuer les cycles du crédit et à gérer les flux de capitaux comprend le plafonnement de la quotité de prêt (ratio entre le montant du crédit et la valeur du bien acquis), le plafonnement du ratio d'endettement (rapport entre la dette et le revenu), des règles de provisionnement des pertes sur prêts variant en fonction du cycle économique, et le plafonnement des prêts en devises, ou encore du crédit ou bien de sa croissance (voir l'encadré 1.3). Alors que dans le passé, l'Islande et d'autres pays ont utilisé des règles fondées sur le crédit pour des raisons microprudentielles, elles sont de plus en plus utilisées pour réduire le risque systémique, en particulier sur les

marchés immobiliers. De nombreux pays, comme le Canada, la Chine, la Corée, Singapour, la Malaisie, la Thaïlande et la Nouvelle-Zélande, ont mis en œuvre des dispositifs de ce type, et certains leur ont apporté des ajustements discrétionnaires liés à l'évolution de la situation économique. Le Canada, par exemple, a pris des mesures macroprudentielles pour durcir la réglementation de l'assurance des crédits hypothécaires garantis par l'État, en abaissant notamment les quotités de prêt maximums ouvrant droit à ces garanties et en réduisant la période maximale d'amortissement autorisée pour les nouveaux crédits (OCDE, 2012a). La Nouvelle-Zélande envisage de lier les obligations de fonds propres des établissements financiers au plafonnement des quotités de prêt, de sorte qu'une hausse des quotités de prêt maximums s'accompagnerait d'une augmentation des exigences de fonds propres, ce qui faciliterait l'octroi de prêts en période de récession et le freinerait en phase d'expansion. L'Espagne, de son côté, a mis au point une règle de calcul des obligations de provisionnement des pertes sur prêts qui tient compte du rythme de croissance du crédit.

Étant donné l'expérience limitée que les pays ont de ces instruments, il est quelque peu difficile d'évaluer leur efficacité globale, mais certains des éléments d'appréciation dont on dispose à ce jour sont encourageants. Unsal (2011) montre qu'adjoindre un dispositif macroprudentiel à la politique monétaire atténue davantage les risques associés aux entrées de capitaux que si l'un ou l'autre étaient utilisés isolément. Les simulations effectuées dans Fátas et al. (2009) indiquent qu'une politique macroprudentielle de ce type peut empêcher de manière plus efficace la formation de bulles du crédit qu'un simple relèvement des taux d'intérêt directs. Des évaluations montrent qu'une telle politique peut modérer efficacement les forces cycliques et lisser la conjoncture. Ainsi, à partir de données comparatives internationales, Lim et al. (2011) parviennent à la conclusion que les instruments macroprudentiels destinés spécifiquement à prévenir la surchauffe du marché du crédit réduisent sensiblement la corrélation entre la croissance du crédit et celle du PIB. Il est par exemple démontré que le plafonnement de la quotité de prêt fait diminuer de 80 % la cyclicité de la croissance du crédit.

Dans les enquêtes du FMI sur l'utilisation des mesures macroprudentielles, les autorités nationales indiquent qu'elles présentent de nombreux avantages, en soulignant notamment qu'elles sont moins rudimentaires que les instruments de politique monétaire et plus souples que la plupart des instruments de politique budgétaire (FMI, 2011b). Les répondants aux enquêtes du FMI font aussi remarquer que nombre de ces instruments peuvent être adaptés aux risques propres à certains secteurs ou à des portefeuilles de prêts spécifiques sans entraîner un affaiblissement généralisé de l'activité économique, ce qui limite le coût des interventions des pouvoirs publics.

L'emploi d'instruments macroprudentiels a toutefois un coût économique. Les établissements financiers répercuteront probablement le renchérissement de leurs financements sur leurs clients en relevant leurs taux d'intérêt, ce qui aura pour conséquence une perte d'investissement et de productivité. Il sera sans doute difficile de concevoir et de calibrer ces instruments macroprudentiels, notamment parce que, pour beaucoup d'entre eux, on ne peut s'appuyer que sur une expérience internationale limitée, et parce que la compréhension de leurs effets secondaires reste insuffisante. Faute de la prudence nécessaire, des mesures excessivement restrictives pourraient entraver la croissance ou générer des distorsions inattendues. Il faudrait agir avec circonspection pour veiller à ce que les dispositions prises n'incitent pas les agents à contourner les règles en vigueur, en faisant sortir des services financiers du système bancaire officiel pour les

Encadré 1.3. Les instruments de la politique prudentielle

Les **mesures microprudentielles** visent à améliorer la résistance de chaque établissement financier aux risques (dont ceux qui résultent des flux de capitaux internationaux), mais elles peuvent aussi limiter le risque systémique en réduisant les externalités découlant du comportement de chaque établissement. Elles peuvent prendre la forme des dispositions suivantes :

- provisionnement prospectif des pertes attendues ;
- constitution de réserves de valorisation destinées à couvrir le risque de retour à leur niveau moyen des prix des actifs comptabilisés à leur valeur de marché ;
- plafonnement des quotités de prêt/décotes minimales appliquées aux sûretés ;
- pondération supérieure des risques liés à des catégories spécifiques d'engagements (comme les prêts immobiliers) ;
- obligations de fonds propres minimums, imposant notamment une amélioration de la qualité de ces capitaux propres (comme dans Bâle III) ;
- ratios de levier ;
- volant de conservation des fonds propres (Bâle III) ;
- volant d'actifs liquides (Bâle III) ;
- limitation des asymétries de devises et d'échéances (ratio structurel de financement à long terme (NSFR, Net Stable Funding Ratio) de Bâle III).

Les **mesures macroprudentielles** visent explicitement le risque systémique. La panoplie utilisée repose souvent sur les instruments microprudentiels en vigueur, mais selon des modalités dépendant des évolutions macrofinancières ou d'indicateurs du risque systémique, et ce en fonction de règles ou de façon discrétionnaire. On peut donner comme exemples des mesures employées :

- des règles de provisionnement variant en fonction du cycle économique ;
- des quotités de prêt variant en fonction du cycle économique ;
- le volant de fonds propres contracycliques (Bâle III) ;
- les exigences supplémentaires de fonds propres ou de liquidité ou les prélèvements imposés aux établissements financiers ayant une importance systémique ;
- la taxation des capitaux instables ;
- le plafonnement de la croissance du crédit ;
- le relèvement des réserves obligatoires.

Source : Ostry et al. (2011).

transférer dans le système financier parallèle. En outre, il n'y a pas de modèle unique des politiques prudentielles : chaque pays doit évaluer lui-même quels risques le concernent le plus et peser les avantages relatifs de diverses mesures envisageables pour y faire face.

Plusieurs autres principes directeurs ont été recommandés pour la mise en œuvre des instruments macroprudentiels [voir par exemple Lim et al. (2011) et Comité sur le système financier mondial (2010)]. En premier lieu, comme l'ont souligné le Conseil de stabilité financière et d'autres instances, ces instruments doivent être simples à mettre en œuvre et pouvoir être directement appliqués. Dans l'idéal, leur conception et leur calibrage devraient reposer sur des données, et non sur une appréciation subjective. Il conviendrait aussi qu'ils soient liés spécifiquement à l'évolution de certaines variables économiques et,

si possible, ajustés automatiquement en fonction de leur évolution. En d'autres termes, les bons instruments sont élaborés de façon à opérer comme les « stabilisateurs automatiques » de la politique budgétaire. Il importe également que leur efficacité soit symétrique, c'est-à-dire que ces instruments permettent de neutraliser aussi bien les effets des phases d'expansion que ceux des récessions.

Renforcer encore la réglementation microprudentielle

À l'approche de la crise financière, la dimension et la complexité du secteur bancaire islandais ont augmenté à un rythme dangereusement rapide. De 2003 à 2008, le rapport entre les actifs du système bancaire et le PIB est passé de 200 % à près de 1 000 %. Ce gonflement brutal des bilans bancaires était directement imputable à l'insuffisance des restrictions limitant la capacité des banques de financer par emprunt des investissements dans des actifs financiers risqués. Les principaux actionnaires de toutes les grandes banques ont obtenu avec une facilité anormale des crédits auprès de ces établissements, apparemment en leur qualité de propriétaires. De ce fait, les banques avaient sur leurs actionnaires des créances qui, ajoutées à celles qu'elles détenaient vis-à-vis de parties liées et de cadres dirigeants, représentaient 70 % ou plus des fonds propres de chacune d'elles. En outre, ces emprunteurs avaient obtenu des prêts importants auprès d'autres banques. Par conséquent, la situation des établissements bancaires en matière de fonds propres était nettement plus fragile qu'il n'y paraissait à première vue.

Au cours des années qui ont suivi la crise, l'Islande a remédié à nombre de ces déficiences de la réglementation microprudentielle. Le pays a notamment adopté en 2010 une loi sur les entreprises financières, qui a donné à l'Autorité de surveillance financière (FME, *Fjármálaeftirlitsins*) des pouvoirs discrétionnaires beaucoup plus étendus, tout en mettant en place des mesures visant à améliorer la gestion des risques et la gouvernance des banques. Le problème de la dépendance excessive à l'égard des financements de marché a été résolu par la création de nouvelles banques, qui sont financées presque intégralement par des dépôts. Cela dit, la FME leur a aussi imposé des normes strictes de solvabilité. Le ratio de fonds propres minimum de 16 % qui avait été temporairement appliqué après la crise a été remplacé depuis lors, sur la base des résultats des processus d'évaluation interne de l'adéquation des fonds propres ainsi que de contrôle et d'évaluation prudentiels menés à bien pour chaque banque conformément aux dispositions du deuxième pilier de l'Accord de Bâle II et de la 3^e directive sur l'adéquation des fonds propres (CRD III). D'après le rapport annuel 2012 de la plus grande banque d'Islande, son ratio de fonds propres minimum s'établissait à 19.5 %. Les nouvelles exigences de liquidité sont plus strictes que celles fondées sur les règles édictées par la BCI avant la crise bancaire.

L'expérience de ces nouvelles normes est très limitée, et des interrogations de taille subsistent quant à l'adéquation des principes directeurs internationaux, c'est-à-dire au fait de savoir si l'incapacité d'une banque à respecter ses obligations minimums laisse effectivement prévoir une future défaillance de sa part. Néanmoins, compte tenu de la petite taille et de la forte concentration du marché des capitaux islandais, les autorités devraient continuer d'appliquer les exigences de Bâle III comme des normes minimums. Il leur est donc recommandé de conserver leurs règles de fonds propres plus strictes, et de s'employer à assurer une application intégrale des autres normes de Bâle III. En outre, on pourrait durcir encore les mesures relatives à la solvabilité et la liquidité en y intégrant des composantes contracycliques : par exemple, l'ampleur du volant de fonds propres requis

de la part des banques pourrait être supérieure lorsque l'économie se porte bien, et diminuer lorsqu'elle va mal. De telles caractéristiques contracycliques seraient utiles pour réduire les risques systémiques liés au secteur bancaire.

Renforcer le cadre institutionnel destiné à assurer la stabilité monétaire et financière

L'intégration de mesures prudentielles dans un cadre élargi de stabilité monétaire et financière posera des problèmes analytiques et opérationnels. Même si l'Islande a bien progressé dans l'application de nouvelles procédures réglementaires, celles-ci font intervenir un certain nombre d'autorités disparates relevant des administrations publiques, entre lesquelles il y a peu de collaboration. Dans les temps à venir, il conviendra de renforcer et d'officialiser les rapports entre elles dans un cadre global bien défini. Il est en outre nécessaire de délimiter clairement les champs de compétence de chacune de ces autorités. Pour réduire au minimum la possibilité que des motivations politiques ne pèsent sur leurs décisions, il conviendrait de leur attribuer une mission explicite de promotion de la stabilité financière, en conférant par la loi à ces autorités les pouvoirs et les instruments nécessaires à l'exercice de leur mission.

Ces exigences sont tout à fait conformes aux recommandations finales des « experts du G3 » (voir encadré 1.4), qui ont plaidé pour que la stabilité financière soit considérée comme un bien public et comme un « troisième pilier » essentiel de la gestion économique, en sus des politiques monétaire et budgétaire. Afin que l'Islande soit dotée d'un dispositif institutionnel solide pour ce troisième pilier, les experts du G3 ont préconisé plusieurs mesures importantes, dont l'adoption d'un texte législatif codifiant les objectifs de la politique de stabilité financière (qualifié de « loi de stabilité systémique ») et la création d'un Conseil de stabilité financière (CSF) chargé de superviser tous les aspects de cette politique, notamment la prévention, la gestion et la résolution des crises. Le CSF remplacerait l'actuel Comité de stabilité financière, et se composerait du ministre chargé du Trésor et de la politique budgétaire, du ministre chargé des marchés de capitaux, du gouverneur de la BCI et du directeur général de la FME. Il organiserait la coordination et la coopération entre les diverses autorités publiques responsables du secteur financier, et jouerait un rôle directeur en tant qu'instance macroprudentielle nationale chargée de la politique de stabilité systémique.

L'organisation du conseil chargé de superviser la politique macroprudentielle serait analogue à celle observée dans certains autres pays de l'OCDE, par exemple en Norvège et aux États-Unis. Dans ce dernier pays, le Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC, *Financial Stability Oversight Council*) comprend des responsables de plusieurs organismes de réglementation financière. Ils se prononcent sur des modifications spécifiques de la politique macroprudentielle, puis les organismes membres du FSOC sont chargés de les appliquer. Il importe d'établir des liens permettant à toutes les parties concernées de coopérer, d'échanger des renseignements et d'informer les autres autorités des évolutions ou des actions en rapport avec leur sphère particulière de compétence. Cela contribuera à garantir que des initiatives puissent être prises sans retard lorsque des phénomènes d'instabilité se font jour.

Comme cela avait été indiqué dans les précédentes *Études économiques* (OCDE, 2009, 2011), l'absence d'échange d'informations entre les autorités a suscité des difficultés en Islande à l'approche de la crise financière. Des progrès significatifs ont eu lieu depuis lors : par exemple, la surveillance de chaque établissement financier a été améliorée grâce à la

Encadré 1.4. **Les recommandations des experts du G3 destinées à assurer la stabilité financière de l'Islande**

À l'automne 2011, les autorités islandaises ont chargé trois experts extérieurs d'établir un rapport exhaustif sur la situation du système financier national et son évolution future, afin d'alimenter un débat éclairé entre les responsables de l'action publique sur les moyens de remédier aux déficiences du cadre réglementaire en place. À la suite de la publication de ce rapport en mars 2012, le gouvernement a nommé un panel composé de trois spécialistes des questions bancaires pour l'examiner et formuler des propositions dans la perspective d'instituer un cadre législatif et réglementaire complet applicable au système financier islandais (Althingi, 2012b).

En se fondant sur l'expérience internationale et sur des consultations organisées avec un large éventail de parties prenantes, ce groupe de spécialistes a formulé les recommandations suivantes :

- a) Mettre en place un cadre juridique global pour le système financier islandais en adoptant des dispositions législatives visant à améliorer et à préserver la stabilité d'un système financier efficace et efficient, celle-ci constituant un bien public.
- b) Créer le dispositif institutionnel nécessaire au « troisième pilier de la politique macroéconomique » en établissant un Conseil de stabilité financière (CSF) ainsi qu'une plateforme commune pour les activités de la Banque centrale d'Islande (BCI) et de l'Autorité de surveillance financière (FME, *Fjármálaeftirlitsins*), en vue de les fusionner dans un délai de trois ans pour créer une institution unique qui exercerait la fonction d'autorité nationale intégrée chargée de la politique monétaire et de la stabilité financière.
- c) Intégrer l'ensemble de la législation régissant le secteur financier ainsi que la BCI et la FME dans le champ de compétence d'un seul et même ministère, pour améliorer la gouvernance de ce domaine important de l'action publique, tout en clarifiant la répartition des compétences et des responsabilités en matière de stabilité financière.
- d) Traiter les problèmes structurels de concentration, de complexité, d'insuffisance de la concurrence et de distorsion des incitations dans le système financier islandais :
 - en soumettant toutes les entreprises financières à un ensemble commun de règles essentielles pour les activités comparables ;
 - en corrigeant les distorsions qui se traduisent par des effets de levier excessifs et détournent les établissements financiers de l'intermédiation entre emprunteurs finaux et épargnants ainsi que de la prestation de services financiers aux ménages et aux sociétés ;
 - en remplaçant la garantie publique globale des dépôts effectués dans les banques islandaises, en vigueur depuis octobre 2008, par un mécanisme de garantie des dépôts conforme aux règles en vigueur dans l'Union européenne (UE) et l'Espace économique européen (EEE), et donner une priorité permanente aux dépôts couverts en cas de résolution de la défaillance d'un établissement financier ;
 - en exigeant que toutes les entreprises financières soient structurées et gérées de façon à ce que l'on puisse les liquider facilement, rapidement et sans entraîner de contagion ou déclencher une crise ;
 - en faisant en sorte que les différentes fonctions critiques des établissements financiers, telles que les activités de banque d'investissement et de banque de dépôt, puissent être dissociées s'ils font l'objet d'une procédure de résolution des défaillances, et en envisageant d'imposer l'obligation de séparer juridiquement la collecte des dépôts de certaines activités financières particulièrement risquées, si celles-ci représentent une part significative des activités d'une banque ;

Encadré 1.4. Les recommandations des experts du G3 destinées à assurer la stabilité financière de l'Islande (suite)

- en utilisant les pouvoirs réglementaires et les droits de contrôle découlant de l'actionnariat public pour corriger les incitations inappropriées, en exigeant par exemple que la part variable de la rémunération des du personnel clé et des cadres dirigeants soit versée sous la forme d'actions sans droit de vote, ou d'instruments subordonnés non négociables ;
- en donnant aux composantes pertinentes de la législation temporaire d'urgence de 2008 un caractère permanent, afin que la FME puisse organiser la résolution des défaillances éventuelles d'entreprises financières de manière à assurer la continuité des fonctions critiques du système financier et sa stabilité ;
- en encourageant les prises de participations étrangères et l'entrée d'investisseurs étrangers sur le marché de capitaux, à condition que la stabilité financière soit préservée.

création par la FME d'un registre obligatoire du crédit pour les emprunteurs importants. Ce registre pourrait aussi être utile à la surveillance macroprudentielle, par exemple pour déterminer si le système financier dans son ensemble devient trop dépendant de la solvabilité d'un nombre restreint d'entités. Toutefois, le système informatique de traitement et d'analyse des renseignements communiqués par les entités surveillées doit être encore amélioré, et les données doivent être partagées plus largement entre les autorités financières concernées. Il est recommandé que le système informatique soit mis au point en coopération étroite avec la BCI, et les informations qui en résulteront devront être partagées avec toutes les instances qui exercent des responsabilités de surveillance financière. Les autorités pourraient également se demander s'il suffit que les organismes publics utilisent ces données en interne, ou s'il serait opportun de communiquer au public davantage d'informations sur la répartition de la dette, afin que ces questions puissent être débattues par un plus grand nombre de parties prenantes.

Enfin, bien que le nombre de fonctionnaires chargés de la surveillance et de la réglementation financières ait sensiblement augmenté ces dernières années en Islande, il serait aussi judicieux de donner aux agents de la FME et d'autres autorités des possibilités supplémentaires de se former auprès de leurs homologues d'autres pays et de confronter leur expérience avec eux. Compte tenu de la rareté des ressources disponibles, des accords de coopération entre les autorités islandaises et leurs homologues d'autres pays pourraient faciliter ce processus. De tels accords existent déjà, ainsi que l'illustrent l'assistance et les fonds obtenus par la FME dans le cadre du programme d'assistance technique et d'échange d'informations (TAIEX), géré par la Direction générale de l'élargissement de la Commission européenne à l'intention des pays partenaires de l'UE et des candidats à l'adhésion. La FME est par ailleurs en train de mettre en place un système d'évaluation des risques, en s'inspirant d'exemples et de connaissances qu'elle a sollicités auprès de l'autorité de surveillance financière irlandaise. Le développement de ce mode de coopération est encouragé.

Renforcer le régime de résolution des défaillances d'établissements financiers

Ainsi que l'a cruellement montré la crise financière, de nombreux pays, y compris l'Islande, avaient besoin d'une autorité de résolution habilitée par la loi à intervenir dans

les activités des établissements financiers, dans le but de limiter les risques de faillite ou de superviser, le cas échéant, la liquidation ordonnée des entités défailtantes. Une autorité de cette nature peut contribuer à réduire au minimum les coûts sociaux des faillites, ainsi qu'à résoudre rapidement et efficacement les problèmes qui apparaissent, avec un minimum d'intervention des pouvoirs publics. La mise en place d'un régime rigoureux de résolution des défaillances d'établissements financiers accroît la probabilité que l'on puisse liquider des établissements en difficulté sans utiliser l'argent public et sans déclencher de contagion, et par conséquent, minimiser les perturbations subies par l'ensemble de l'économie. En outre, l'existence d'une autorité de résolution crédible atténue les incertitudes et l'aléa moral, ce qui contribue à limiter les transferts de fonds à l'étranger opérés sous l'effet de la peur et l'instabilité du taux de change qui en résulte.

Au cours de la crise, l'Islande a adopté des dispositions d'urgence qui ont conféré à l'Autorité de surveillance financière (FME, *Fjármálaeftirlitsins*) des pouvoirs importants et utiles pour résoudre les défaillances d'établissements financiers, notamment en l'habilitant à prendre des mesures spéciales pour intervenir dans les activités d'une entité défailtante et enclencher une procédure de résolution à son égard. Il est utile de noter que ces nouvelles dispositions s'appliquaient à toutes les catégories d'établissements financiers, et non aux seules banques. Ensuite, la plupart de ces dispositions d'urgence ont été intégrées dans la loi de 2010 sur les entreprises financières, mais uniquement à titre provisoire. Un texte à caractère permanent est actuellement élaboré par les autorités financières islandaises, et devrait être finalisé au troisième trimestre de cette année. Au-delà de l'établissement d'un système de résolution bien défini et permanent, les autorités devraient veiller à ce que la liquidation d'établissements défailtants puisse se faire aisément, sans désorganiser l'offre des services financiers essentiels. À cette fin, les experts du G3 ont recommandé que toutes les entreprises financières soient structurées et gérées de façon à ce que leurs éventuelles fonctions critiques, notamment les activités de banque d'affaires et de banque commerciale, puissent être dissociées en cas de résolution. Il faudrait que soient intégrées au régime de résolution islandais les modalités prévues par les propositions antérieures de la Commission européenne et du Conseil de stabilité financière (Commission européenne, 2012 ; CSF, 2011).

Établir un système viable de garantie des dépôts

Au moment de la crise financière, le gouvernement a annoncé la mise en place d'une garantie globale des dépôts des particuliers lorsque les nouvelles banques islandaises ont été créées pour remplacer celles qui avaient fait faillite. Cette mesure a été prise en vue de prévenir une panique bancaire, et elle a été couronnée de succès de ce point de vue. Toutefois, une garantie globale induit de nombreuses distorsions. Premièrement, la concurrence entre les établissements financiers est faussée s'ils n'en bénéficient pas tous. Cette situation a pu contribuer à la disparition d'établissements financiers non bancaires (les sociétés financières) en Islande. Deuxièmement, les épargnants ne savent généralement pas faire la différence entre les banques en fonction des risques qu'elles présentent, et les banques s'en trouvent d'autant moins incitées à contrôler leurs risques. Pour éviter les conséquences de cette distorsion de concurrence, il conviendrait de remplacer la garantie globale en vigueur depuis octobre 2008 par un mécanisme de garantie des dépôts non subventionné et à couverture limitée. Étant donné que l'Islande est membre de l'Espace économique européen (EEE), ce système devrait être conforme aux règles de l'UE, notamment à la directive en préparation relative à la garantie des dépôts.

Réformer la Caisse de crédit au logement

La Caisse de crédit au logement (CCL) est un organisme public indépendant qui joue un rôle dominant sur le marché du crédit hypothécaire au logement (avec une part de marché de l'ordre de 50 %). Pendant la crise financière, elle a subi des pertes significatives sur son portefeuille de prêts et a dû être recapitalisée par l'État. Il est regrettable que les politiques menées actuellement lui confèrent des avantages qui sapent la concurrence sur le marché du crédit hypothécaire et faussent la répartition des ressources entre les établissements financiers. En outre, comme on l'a constaté au cours de la crise, de telles politiques exposent le contribuable à un risque de pertes significatives. La meilleure façon pour l'Islande de régler ces problèmes consisterait à élaborer de toutes pièces une politique globale du logement, puis à réévaluer le cadre institutionnel et le mandat de la CCL dans le contexte de cette politique. Ainsi, on pourrait poursuivre les objectifs actuels de politique publique assignés à la CCL différemment, en subventionnant directement les prêts au logement destinés aux ménages à faibles revenus, indépendamment des intermédiaires financiers distribuant ces crédits. Supprimer progressivement les avantages concurrentiels liés à l'action publique dont bénéficie la CCL supposerait de lui facturer la valeur de la garantie de ses prêts pour l'ensemble de ses nouvelles obligations ou d'éliminer cette garantie pour les nouvelles obligations, de soumettre la CCL au droit commun de la faillite ainsi qu'à l'impôt sur les sociétés et à la fiscalité des biens immobiliers, d'accroître le ratio de fonds propres de la CCL pour le porter aux niveaux applicables aux autres établissements financiers, et enfin, de la soumettre à la réglementation et à la surveillance prudentielles de la FME.

Développer les connaissances financières pour améliorer les décisions en la matière

Le développement de ces connaissances en Islande limiterait le risque que les personnes incapables d'évaluer leurs opérations financières se trouvent en difficulté. Ces personnes risquent en effet de surestimer leur capacité d'emprunt, ou de mal comprendre les effets des variations du taux de change ou des taux d'intérêt sur le bilan ou le budget de leur ménage. En décembre 2011, l'Institut pour l'éducation financière (*Stofnun um fjármálalæsi*) islandais a effectué une enquête sur les connaissances financières des adultes, qui reprenait de nombreuses questions d'une enquête antérieure menée par le Réseau international sur l'éducation financière (RIEF) ; il a comparé les résultats à ceux des 14 pays pilotes ayant participé à l'enquête initiale du RIEF de l'OCDE (Atkinson et Messy, 2012). Le bilan était relativement encourageant puisque 87 % des répondants islandais ont déclaré suivre de près leur situation financière, ce qui constituait la deuxième proportion la plus élevée parmi les pays étudiés auparavant par l'OCDE. Toutefois, ils étaient apparemment relativement peu nombreux à avoir un niveau adéquat de connaissance des concepts financiers essentiels ; ainsi, seulement 40 % d'entre eux savaient ce que leur rapporterait un placement de 10 000 couronnes assorti d'un taux d'intérêt de 2 %. De plus, seul un faible pourcentage des sondés ont indiqué établir un budget pour gérer les finances de leur ménage. Au vu de ces insuffisances, on ne peut que se féliciter du fait que l'Institut pour l'éducation financière ait lancé une étude sur ce sujet et soit un membre actif du Réseau international sur l'éducation financière de l'OCDE (Grifoni et Messy, 2012). Il serait judicieux de prendre des mesures supplémentaires pour appliquer les recommandations de l'OCDE concernant les stratégies nationales d'éducation financière (OCDE, 2012b).

Encadré 1.5. **Recommandations en vue de promouvoir la stabilité financière et l'efficacité de la politique monétaire**

Principales recommandations

- Des mesures macroprudentielles comme le plafonnement des quotités de prêt ou des prêts en devises devraient être utilisées pour atténuer les risques d'instabilité financière, tempérer les cycles du crédit et étayer la politique monétaire.
- Mettre en œuvre le programme établi de levée des mesures de contrôle des mouvements de capitaux en ajustant son rythme en fonction de l'évolution de la situation économique.
- Une fois levées les mesures de contrôle des mouvements de capitaux, conserver un dispositif de ciblage de l'inflation au titre de la politique monétaire associé à un taux de change flottant. L'accent mis sur la stabilité du taux de change est justifié, mais il faut limiter la portée des interventions sur le marché des changes au lissage des fluctuations erratiques.
- Renforcer la coordination et la communication entre les autorités de surveillance du secteur financier, et leur confier explicitement pour mission de préserver la stabilité financière, en définissant clairement les champs de compétence et en conférant par la loi aux autorités de surveillance les pouvoirs et les instruments nécessaires pour qu'elles puissent assumer leurs responsabilités.

Autres recommandations

- Mettre en place un régime permanent de résolution des défaillances d'établissements financiers, comportant des procédures bien définies conformes aux règles de l'Union européenne (UE).
- Afin de réduire les distorsions économiques, remplacer la garantie globale des dépôts existante par une assurance des dépôts compatible avec les règles de l'UE.
- Élaborer une politique globale du logement, et poursuivre les objectifs de politique publique dans ce domaine en subventionnant directement les prêts au logement destinés aux ménages à faibles revenus, indépendamment des intermédiaires financiers distribuant ces crédits. Réformer la Caisse de crédit au logement (CCL) en éliminant progressivement les avantages liés à l'action publique dont elle bénéficie.

Bibliographie

- Al-Marhubi, Fahim (1998), « Cross-Country Evidence on the Link Between Inflation Volatility and Growth », *Applied Economics*, vol. 30, n° 10, pp. 1317-1326.
- Althingi (2012a), *Future Structure of the Icelandic Financial System*, rapport du ministre des Affaires économiques au Parlement (Althingi), mars 2012.
- Althingi (2012b), *Framework for Financial Stability in Iceland: Recommendations of the Group of Three* (G. Bingham, J. Sigurðsson and K. Jännäri), rapport du ministre des Affaires économiques au Parlement (Althingi), octobre 2012.
- Atkinson, A. et F. Messy (2012), « Measuring Financial Literacy: Results of the OECD/International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study », *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n° 15, Éditions OCDE.
- Barajas, A., G. Dell'Araccia, et A. Levchenko, 2007, « Credit Booms: the Good, the Bad, and the Ugly », document du FMI non publié, Washington, DC, novembre 2007.
- BCI (Banque centrale d'Islande) (2010), « Monetary policy in Iceland after capital controls », *Special Publication*, n° 4, 20 décembre 2010.

- BCI (2012a), « Financial Stability: The Role of the Central Bank of Iceland », A report by Sir Andrew Large at the Request of the Central Bank of Iceland, *Special Publication*, n° 8, 16 octobre.
- BCI (2012b), « Market expectations survey », *Informational Report*, vol. 1.0, mars.
- BCI (2012c), « Prudential Rules following Capital Controls », Report of the CBI to the Minister of Economic Affairs, *Special Publication*, n° 6, août 2012.
- BCI (2012d), « Iceland's currency and exchange rate policy options », *Special Publication*, n° 7, 7 septembre.
- BCI (2013), « Underlying External Position and Balance of Payments », *Special Publication*, n° 9, 18 mars.
- Breedon, F., T.G. Pétursson, et A. Rose (2012), « Exchange rate policy in small rich economies », *Open Economies Review*, Springer, vol. 23(3), pp. 421-445, juillet.
- Comité sur le système financier mondial (2010), « Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences », *CGFS Publication*, n° 38, mai, Bâle, Suisse.
- Commission européenne (2012), « Proposition de Règlement du Conseil confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit », juin.
- Corbo, V., C. Landerretche et K. Schmidt-Hebbel (2001), « Assessing Inflation Targeting after a Decade of World Experience », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 6, pp. 343-368.
- Crockett, A., (2000), « Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability », Banque des règlements internationaux (BRI), discours prononcé le 21 septembre.
- CSF (Conseil de stabilité financière) (2011), « Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions », recueil de normes diffusé par le Conseil de stabilité financière, octobre.
- Desai, M. A., C.F. Foley et J. Hines, Jr. (2005), « Foreign Direct Investment and the Domestic Capital Stock », *American Economic Review*, vol. 95 (mai), pp. 33-38.
- Fatás, A., P. Kannan, P. Rabanal et A. Scott (2009), « Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations », in *IMF World Economic Outlook*, automne 2009.
- Fisher, I. (1930), *The Theory of interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*, New York: The Macmillan Co.
- FMI (Fonds monétaire international) (2011b), « Macroprudential Policy: An Organizing Framework », *Background Paper*.
- FMI (2011), « Macroprudential Policy: An Organizing Framework », *Background Paper*, 14 mars.
- FMI (2012a), « The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View », novembre.
- FMI (2012b), « Iceland: Second Post-Program Monitoring Discussions », *IMF Country Report*, n° 12/309, novembre.
- Forum économique mondial (2012), *Global Competitiveness Report 2012-2013*, Oxford University Press.
- Grifoni, A. et F.A. Messy (2012), « Current Status of National Strategies for Financial Education: A Comparative Analysis and Relevant Practices », *Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, n° 16, Éditions OCDE.
- Honjo et Hunt (2006), « Stabilizing Inflation in Iceland », *IMF Working Paper*, 06/262, novembre.
- Ingves, S., M. Apel et E. Lenntorp (2010), « Monetary Policy and Financial Stability – Some Future Challenges », Banque de Suède (*Sveriges Riksbank*), *Economic Review*, 2/2010, pp. 5-28.
- Jännäri, K. (2009), « Report on Banking Regulation and Supervision in Iceland: Past, Present and Future », http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari_2009.pdf.
- Korinek, A. (2011), « The New Economics of Prudential Capital Controls », *IMF Economic Review*, vol. 59, n° 3, pp. 523-561.
- Levy Yeyati, E. et F. Sturzenegger (2003), « To Float or to Fix », *American Economic Review*, Vol. 93(4), 1173-93.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, et X. Wu (2011), « Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences », *IMF Working Paper*, n° 238.
- Lucas, R. (1990), « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 80(2), pp. 92-96, mai.

- Mishkin, F. et K. Schmidt-Hebbel (2007), « Does Inflation Targeting Make a Difference? », *NBER Working Paper*, n° w12876, janvier.
- OCDE (2009), *Études économiques de l'OCDE – Nouvelle-Zélande 2009*, Paris.
- OCDE (2011), *Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux*, Édition 2011, Paris.
- OCDE (2012a), *Études économiques de l'OCDE – Canada 2012*, Paris.
- OCDE (2012b), *OECD/INFE High-level Principles on National Strategies for Financial Education*, août 2012, Paris.
- Ólafsson et Pétursson (2010), « Weathering the Financial Storm: The Importance of Fundamentals and Flexibility », *Central Bank of Iceland Working Paper*, n° 51, octobre.
- Ostry, J.D., A. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M. Qureshi, et A. Kokenyne (2011), « Managing Capital Inflows: What Tools to Use? », *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/06, 5 avril.
- Pétursson, T. (2004), « The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance », *Central Bank of Iceland Working Paper*, n° 23, juin.
- Pétursson, T. (2008), « The Challenge of Doing Monetary Policy in Very Small Open Economies ».
- Pétursson, T.G., (2009), « Does Inflation Targeting Lead to Excessive Exchange Rate Volatility? », *Central Bank of Iceland Working Paper*, n° 43.
- Quinn, D. et A.M. Toyoda (2008), « Does Capital Account Liberalization Lead to Growth? », *Review of Financial Studies*, vol. 21(3), pp. 1403-1449.
- Reinhart, C.M., et V.R. Reinhart (2008), « Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present », *NBER Working Paper*, n° 14321 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research), septembre.
- Rogoff, K. (1999), « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n° 4, pp. 21-42.
- Rose, A.K. (2010), « Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky », *Journal of Economic Literature*, 49(3): 652-72.
- Rudebusch, G. et T. Wu (2003), « A Macro-Finance Model of the Term Structure, Monetary Policy, and the Economy », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2003-17, septembre (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco).
- Sarno, L. et M.P. Taylor (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is it Effective and, if so, How Does it Work? », *Journal of Economic Literature*, vol. 34, pp. 839-868.
- Stiglitz, J. (2001), « Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: the Case of Iceland », *Central Bank of Iceland Working Paper*, n° 15, novembre.
- Taylor, J. (1979), « Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations », *Econometrica*, vol. 47, pp. 1267-86.
- Unsal, D. (2011), « Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses », *IMF Working Paper*, WP/11/189, août.
- Vega et Winkelried (2005), « Inflation Targeting and Inflation Behaviour: A Successful Story », *International Journal of Central Banking*, vol. 1, pp. 153-175.



Extrait de :
OECD Economic Surveys: Iceland 2013

Accéder à cette publication :
https://doi.org/10.1787/eco_surveys-isl-2013-en

Merci de citer ce chapitre comme suit :

OCDE (2014), « Promouvoir l'efficacité de la politique monétaire et la stabilité financière », dans *OECD Economic Surveys: Iceland 2013*, Éditions OCDE, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_surveys-isl-2013-4-fr

Cet ouvrage est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions et les arguments exprimés ici ne reflètent pas nécessairement les vues officielles des pays membres de l'OCDE.

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Vous êtes autorisés à copier, télécharger ou imprimer du contenu OCDE pour votre utilisation personnelle. Vous pouvez inclure des extraits des publications, des bases de données et produits multimédia de l'OCDE dans vos documents, présentations, blogs, sites Internet et matériel d'enseignement, sous réserve de faire mention de la source OCDE et du copyright. Les demandes pour usage public ou commercial ou de traduction devront être adressées à rights@oecd.org. Les demandes d'autorisation de photocopier une partie de ce contenu à des fins publiques ou commerciales peuvent être obtenues auprès du Copyright Clearance Center (CCC) info@copyright.com ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) contact@cfcopies.com.