



Twin crisis

Etude de cas de l'Islande

Mémoire réalisé par
Victor Snoy

Promoteur(s)
Vincent Bodart

Lecteur(s)
Gonzague Vannoorenberghe

Année académique 2017 - 2018

En vue de l'obtention du titre académique de
ECON 2MS/G – Master en sciences économiques, orientation générale, à finalité spécialisée

Je tiens à remercier particulièrement mon directeur de mémoire, le Professeur Vincent Bodart pour m'avoir accordé son soutien en acceptant de traiter le sujet de ce mémoire avec moi. Ses conseils avisés et précieux ainsi que sa disponibilité m'ont permis de réaliser ce mémoire dans les meilleures conditions.

Je remercie également mon Oncle Bernard Snoy de m'avoir aiguillé dans le choix de ce sujet.

Enfin, je tiens à remercier mes parents et ma sœur Louise pour les encouragements qu'ils m'ont toujours apportés.

TABLE DES MATIERES

ACRONYMES ET ABREVIATIONS.....	V
1 Introduction	1
Partie 1 : la crise en Islande	4
2 Avant la crise	4
2.1 Développement bancaire	4
2.1.1 Privatisation et libéralisation.....	4
2.1.2 Explosion des bilans.....	5
2.1.3 Sources de financement.....	7
2.1.4 Profitabilité des banques	12
2.1.5 Risque de crédit	15
2.1.6 Un shift de risque de crédit vers risque de marché	16
2.1.7 L'Islande, un cas unique.....	17
2.2 Déséquilibres macroéconomiques	18
2.2.1 Economie prospère et flexible	18
2.2.2 PIB	19
2.2.3 Inflation.....	22
2.2.4 Contradiction entre la politique monétaire et budgétaire	23
2.2.5 Secteur privé non financier.....	26
2.2.6 La balance des paiements	27
3 Chute du système bancaire	33
4 Le relèvement	35
4.1 Plan du FMI et ses objectifs.....	35
4.2 Restructuration bancaire	36
4.3 Evolution de l'économie.....	37
4.3.1 Dynamique de l'économie réelle.....	37
4.3.2 La balance des paiements	38
4.3.3 Les marchés financiers.....	41
4.3.4 Dette publique	43
4.3.5 Secteur privé non financier	43
4.4 Bilan du programme d'aide du FMI	44
Partie 2 : l'approche bilantaire des crises de balance des paiements	45
5 L'approche bilantaire du FMI	45
5.1 Les concepts de la BSA.....	45
5.2 L'anatomie de récentes crises de bilans	48
6 De la « Twin crises » à l'endettement public et affaiblissement du secteur privé islandais.....	52
6.1 La « mini-crise » de liquidités de 2007.....	52
6.2 Ajustement des variables financières.....	56
6.3 La chute de Lehman Brothers.....	58
6.4 Position extérieure nette de l'économie.....	59
6.5 Position extérieure nette sectorielle	61
6.5.1 Le secteur des entreprises.....	61
6.5.2 Le secteur public.....	64
7 Conclusion	69
8 Bibliographie.....	72

ACRONYMES ET ABREVIATIONS

BCE	Banque Centrale Européenne
BCI	Banque Centrale Islandaise
BCL	Banque Centrale du Luxembourg
BSA	Approche bilantaire
CDS	Credit default swap
EEE	Espace économique européen
FMI	Fonds monétaire international
FME	Autorité de supervision financière islandaise
FSA	Autorité des services financiers britanniques
KSF	Kaupthing Singer Friedland
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
PIB	Produit intérieur brut
SBA	Stand-By Arrangement
SIC	Comité Spécial d'Investigation (mis en place après la crise)

1 Introduction

L'objectif de ce mémoire est de réaliser une « approche bilantaire », un outil développé par les économistes du FMI, de l'Islande aux alentours de la crise bancaire d'octobre 2008. Avant cela, il conviendra de planter le décor macroéconomique et bancaire de l'Islande avant, pendant et après la crise. Pour la réalisation de notre mémoire, nous nous sommes fortement basés sur différents articles du FMI. D'autres auteurs tel Benediktsson, Danielsson, Zoega ont également orienté la méthodologie d'une partie considérable de ce travail. Enfin, pour toute la rédaction du chapitre portant sur le système bancaire islandais, la lecture abondante du rapport sur les causes de la chute du système bancaire islandais préparé par le comité spécial d'investigation nous a fortement inspiré.

L'effondrement du système bancaire islandais en octobre 2008 est devenu l'un des symboles de la crise financière mondiale et la troisième chute bancaire la plus importante de l'histoire en terme d'actifs consolidés alors que le pays à une population d'à peine 330 000 habitants.

La montée rapide des banques islandaises est sans précédent dans l'histoire de la banque. L'Islande était jusqu'il y a peu une nation sans expérience bancaire au niveau international et où la privatisation du système bancaire ainsi que la libéralisation du marché des capitaux à partir des années 90 ont permis une mobilité parfaite du capital pour la première fois de son histoire. Le rythme de l'expansion des banques islandaises a été spectaculaire. Le total des actifs consolidés du système bancaire est passé de 1,7 fois le PIB à la fin de 2003 à 10 fois le PIB juste avant la chute des banques en 2008. Nous expliquons expliquerons dans ce mémoire comment cela s'est produit et apporterons un aperçu de la santé financière des banques à la veille de leur chute. On verra que durant la période d'expansion, les banques enregistraient de gros profits avec des taux de fonds propres importants. Cependant, on verra aussi les faiblesses des banques comme leur financement fortement instable et de court terme particulièrement lors des années 2007 et 2008.

Durant la période d'expansion, le PIB augmente à un rythme de 5,5% en moyenne chaque année et le pays connaît des déséquilibres macroéconomiques inquiétants avec des déficits de la balance courante d'en moyenne -15,1% chaque année. Cette forte hausse du PIB reflète une consommation privée qui explose ainsi que des investissements extrêmement importants

avant la crise. Nous montrerons dans ce mémoire comment l'Islande est devenue une économie prospère et flexible à la veille de la crise tout en mettant en évidence les déséquilibres macroéconomiques avec une décomposition complète de la balance des paiements.

L'Islande est l'un des premiers pays à être touché par la crise avec la chute de ses trois banques internationales que sont Glitnir, Kaupthing et Landsbanki en octobre 2008. Celles-ci chutent l'une après l'autre en l'espace d'une semaine. Pour ne pas laisser le pays sans système de paiement domestique, les trois banques sont immédiatement remplacées par des « anciennes » et des « nouvelles » banques comme on le verra dans ce mémoire. La crise laisse le pays avec une dette publique qui explose ainsi que des bilans du secteur privé fortement négatifs. On verra que la crise bancaire est accompagnée par une crise de change ou crise de la balance des paiements avec la chute de la monnaie domestique, la couronne islandaise. Dans ce cas, comme on peut le voir dans le titre de ce travail, on parle de « Twin Crisis ». L'Islande se doit de stabiliser la couronne islandaise pour ne pas affecter d'avantage les bilans des secteurs privé et public.

Ainsi, la crise est sévère pour l'Islande. Cependant, l'Islande est également un des premiers pays à s'en sortir grâce à un programme d'aide du FMI contenant des fonds du FMI et de certains pays pour un montant total de 5,3 milliards de dollars. On verra la manière dont le pays s'en sortira 4 ans après la crise et on dressera un bilan du programme d'aide du FMI par rapport aux objectifs fixés au début du programme. En parallèle de l'évolution macroéconomique, on verra la restructuration bancaire après la crise. Le système bancaire décroît considérablement après la crise et ne représente plus que 200% du PIB 4 ans plus tard.

Ainsi, après avoir planté le décor, on pourra passer à la deuxième partie du mémoire qu'est « l'approche bilantaire » de l'Islande aux alentours de la crise de 2008. Avant cela, on apportera une explication complète de « l'approche bilantaire », pour pouvoir l'utiliser à bon escient. Cette approche se concentre sur les chocs sur les stocks d'actifs et de passifs qui peuvent déclencher d'importants ajustements des flux de capitaux. Une telle approche peut donc être un complément utile aux analyses de flux traditionnelles. En effet, les universitaires et les décideurs ont porté une attention croissante au développement ultérieur de « l'approche

bilantaire » à la suite des crises du compte de capital des années 90¹. Dès lors, dans notre cas, nous allons voir comment la perte de confiance dans le secteur bancaire a affecté la solvabilité du secteur public et du secteur privé islandais.

Notre mémoire est structuré de la manière suivante : dans un premier temps, nous expliquerons l'évolution bancaire et macroéconomique de l'Islande avant, pendant et après la crise. Dans un second temps et avant de conclure, nous développerons « l'approche bilantaire », avant de l'utiliser pour effectuer notre propre « approche bilantaire » de l'Islande.

¹ Crise économique mexicaine ou « crise Tequila » en 1994, crise des pays de l'Asie du sud-est en 1997, etc.

Partie 1 : la crise en Islande

Cette première partie porte principalement sur la période s'écoulant de 2003 à 2012 soit depuis le début de l'explosion des bilans des banques et des déséquilibres macroéconomiques subséquents jusqu'à 4 ans après l'éclatement de la crise bancaire islandaise en octobre 2008. Cela nous permet de voir l'impact de la crise sur l'économie et le secteur bancaire islandais, la façon dont le pays s'en sortira et de dresser un bilan du programme d'aide du FMI mis en place après la crise.

2 Avant la crise

2.1 Développement bancaire

2.1.1 Privatisation et libéralisation

A partir des années 90, l'Islande met en place un programme de dérégulation et privatisation afin de moderniser son économie et d'atténuer les influences politiques (Prime Minister's Office, 2001). La libéralisation financière et l'ouverture du compte de capital atteint son pic lors de la création de l'Espace économique européen² (EEE) en 1994 dont l'Islande est l'un des pays fondateurs (FMI, 2002).

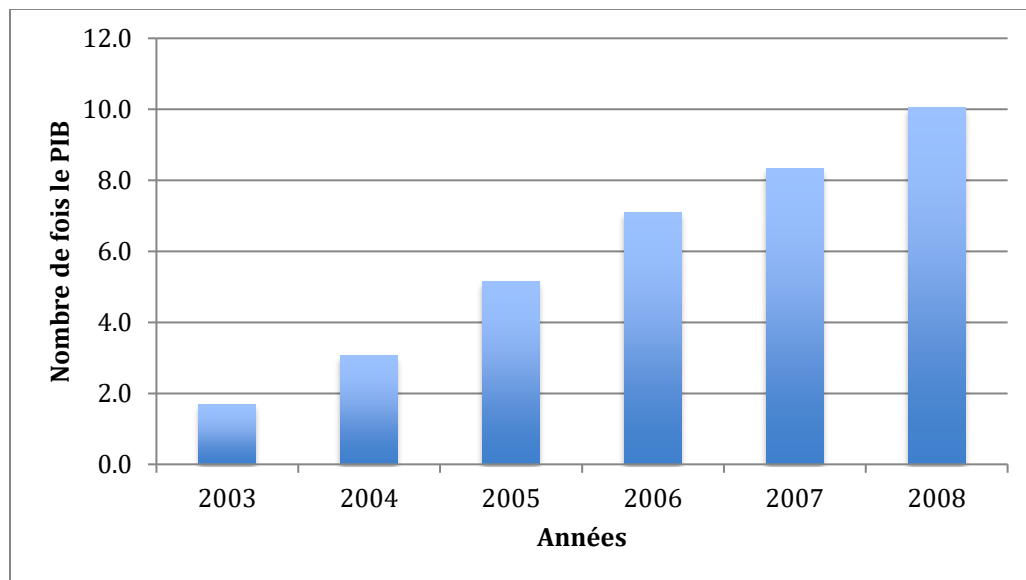
Ainsi, un marché boursier est créé, les contrôles de capitaux sont supprimés et les 3 plus grosses banques (Kaupthing, Landsbanki et Glitnir) sont privatisées et accèdent aux marchés financiers internationaux. A leurs têtes se retrouvent des personnes avec peu d'expérience voire des connaissances insuffisantes du métier. Selon le rapport du Comité Spécial d'Investigation (SIC) mis en place après la crise pour déterminer les causes de la crise bancaire, il y aurait clairement eu du favoritisme lors du choix des dirigeants (Benediktssdottir & al., 2009).

² Permet la libre circulation des marchandises, des services, des capitaux et des personnes.

2.1.2 Explosion des bilans

Le système bancaire islandais consiste principalement en trois banques Glitnir, Kaupthing et Landsbanki qui se développent de manière spectaculaire à partir de l'année 2003 jusqu'à l'éclatement de la crise financière mondiale (Danielsson & Zoega, 2009). En effet, comme on peut le voir sur la figure 2.1 ci-dessous, la taille des trois banques principales en terme d'actifs consolidés passe d'un peu moins de deux fois le PIB en 2003 à dix fois celui-ci en juin 2008 soit trois mois avant l'éclatement du système bancaire islandais.

Figure 2.1³ : Taille des trois banques principales relativement au PIB en fin d'année



Sources: Banque mondiale; Benediktsdottir & al. (2011)

A l'aube de la crise, les activités des banques sont un mélange de celles des banques commerciales⁴ et des banques d'investissement⁵. Initialement, il s'agit de banques commerciales traditionnelles mais celles-ci développent leurs activités de banque d'investissement reflétant une forte expansion à l'étranger (Benediktsdottir & al., 2009). En

³ Pour l'année 2008, les données s'arrêtent au deuxième quadrimestre.

⁴ « Une banque commerciale est un établissement financier dont les activités basiques sont majoritairement tournées vers les particuliers (dépôts, placements, solutions d'épargne, crédit), les entreprises ou les collectivités publiques (Finance de marché (s.d.)). »

⁵ « Une banque d'investissement est un établissement financier spécialisé dans les opérations de marché (trading, introduction en Bourse, placement de dette, etc.) et de conseil (fusion-acquisition). Il ne s'agit pas d'une banque dont les activités sont tournées vers les particuliers (dépôts, épargne). Elle travaille plutôt avec d'autres sociétés (entreprises non financières, banques, fonds de pension, fonds d'investissement, etc.) (Finance de marché (s.d.a)). »

effet, à la fin de 2007, presque 50% des actifs des trois banques sont détenus à l'étranger (FMI, 2008).

La rapide croissance que connaît le système bancaire islandais à partir de 2003 se fait à la fois de manière externe et interne (Benediktsdottir & al., 2011). De manière générale, il est important de distinguer les deux lorsque l'on s'intéresse à la croissance d'une banque.

La croissance externe consiste en l'acquisition de banques ou autres entités qui augmentent le portefeuille et les opérations originales d'une banque. Le risque associé avec l'acquisition est qu'un prix trop élevé soit payé lors de l'achat de l'actif (Flannery, 2009).

La croissance interne est principalement une croissance des activités existantes où la banque octroie plus de prêts augmentant ainsi son portefeuille de prêt. Le risque lié à une croissance organique rapide est que la qualité des prêts diminue et le management et la supervision des prêts deviennent moins bons. Cela peut mener à une augmentation des prêts non performants⁶ ou des défauts de paiement dans les années qui suivent (Flannery, 2009).

Le tableau 2.1 ci-dessous nous montre la croissance interne et externe des trois grosses banques de 2004 à 2008. On peut voir qu'il y a une croissance externe subséquente durant les années 2004 et 2005 tandis que la croissance interne est considérable durant toutes les années sauf en 2008.

Tableau 2.1⁷ : Taux de croissance externe et interne des trois banques principales

Années	2004	2005	2006	2007	2008
Taux de croissance externe agrégée (%)	57,5	24,7	0,6	0,3	0
Taux de croissance interne agrégée (%)	49,2	66,1	36,1	36,4	-1,9

Source: Benediktsdottir & al. (2011)

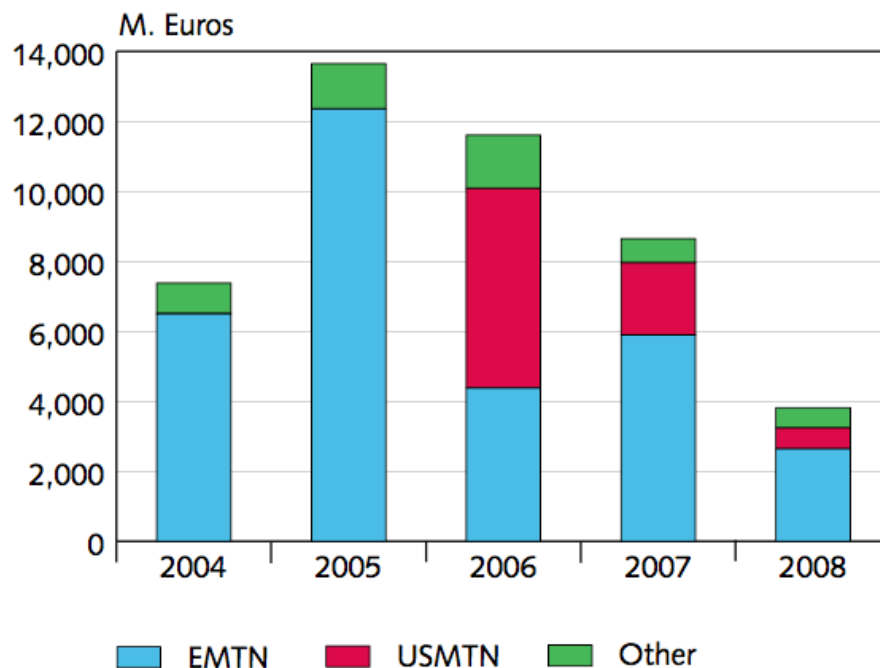
⁶ « Un prêt bancaire est considéré comme non performant lorsque plus de 90 jours se sont écoulés sans que l'emprunteur ait versé les tranches ou les intérêts prévus. Ces prêts non performants sont appelés « créances douteuses ». » (BCE, 2016)

⁷ Pour l'année 2008, les données s'arrêtent au deuxième quadrimestre.

2.1.3 Sources de financement

Durant leur première partie d'expansion de 2003 à 2005, les trois banques islandaises vont massivement emprunter sur le marché des obligations européennes, comme on peut le voir en bleu ciel sur la figure 2.2 ci-dessous. En 2005, Glitnir, Kaupthing et Landsbanki se financent à hauteur de 14 milliards d'euros sur les marchés obligataires étrangers soit un peu plus d'une fois le PIB de cette année et le double du montant de l'année antérieure. D'après Benediktsdottir & al. (2009), la majorité de cette dette était émise à une maturité de 3 à 5 ans à des taux très raisonnables étant seulement 15 à 25 points au dessus du taux d'intérêt benchmark⁸.

Figure 2.2 : Somme des émissions obligataires des trois banques principales (en million d'euros)



Source : Benediktsdottir & al. (2009)

Il y a deux facteurs qui facilitent cet accès. D'une part, les banques ont de bonnes notes de crédit en partie grâce à la grande crédibilité de l'Islande de par ses fondamentaux économiques et le fait que l'Etat se trouve derrière les banques. D'autre part, depuis les accords de l'EEE, l'accès aux marchés européens est ouvert (Benediktsdottir & al., 2009).

⁸ Il s'agit du taux d'intérêt minimum que les investisseurs demandent lorsqu'ils investissent dans un titre non gouvernemental (Nasdaq, 2011).

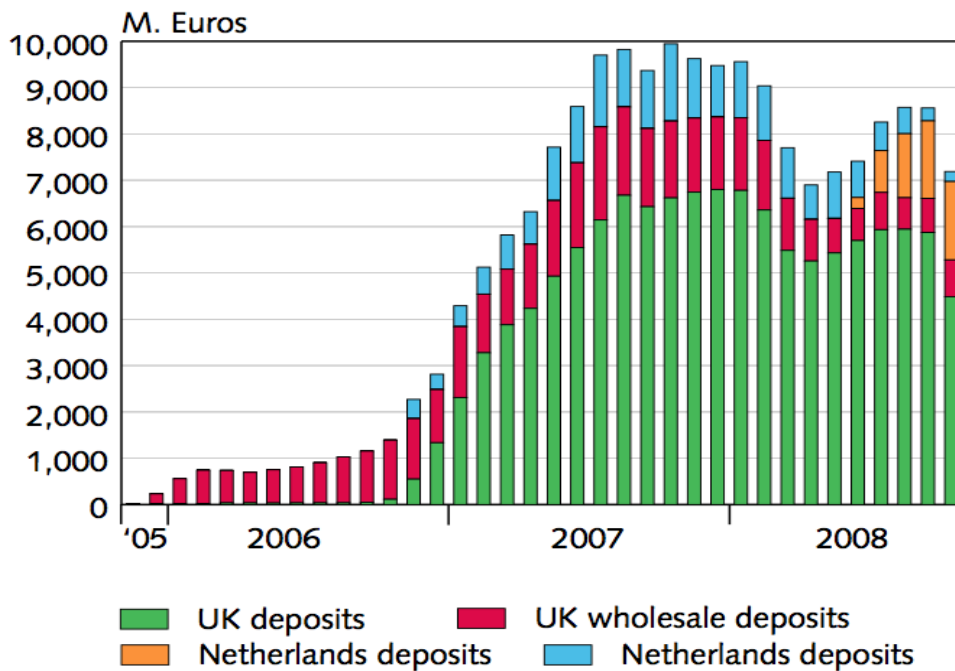
Ensuite, en février 2006, l'agence de notation Fitch publie un rapport négatif sur l'Islande et son système bancaire, ce qui limite fortement l'accès des banques au marché obligataire européen et augmente considérablement les taux d'intérêts auxquelles elles se financent (Benediktsdottir & al., 2009). A la fin de l'année, les banques arrivent tout de même à se financer sur le marché obligataire américain (en rouge sur la figure 2.2) mais à des taux d'intérêt comparables à ceux d'institutions financières de marchés émergents ayant des notes de crédit bien inférieures (Benediktsdottir & al., 2011). Comme on peut le voir sur la figure 2.2, les ventes sur le marché obligataire américain atteignent presque 6 milliards d'euros en 2006.

Lorsque le marché obligataire devient de plus en plus difficile d'accès, particulièrement fin 2007, les banques doivent trouver de nouveaux moyens de financement. Dès lors, les banques développent fortement leurs activités de compte de dépôt à l'étranger et empruntent considérablement auprès de banques centrales sous forme de ce que l'on appelle en anglais « repurchase agreements » ou encore « repo »⁹. Ainsi, les banques deviennent très dépendantes du financement court terme très sensible aux conditions de marché (Benediktsdottir & al., 2009).

Ce sont Landsbanki et Kaupthing, soit les deux plus grandes banques, qui se financent via des comptes de dépôts à l'étranger (Danielsson & Zoega, 2009). A partir de la fin du troisième quadrimestre de 2006 jusqu'à mi-2007, le montant des dépôts de Landsbanki triple, ce qui représente une augmentation de près de 10 milliards d'euros. La majeure partie de cette croissance a lieu via la succursale Icesave au Royaume-Uni comme on peut le remarquer sur la figure 2.3 (en vert) qui représente l'évolution des dépôts dans les succursales de Landsbanki au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Pour se faire une idée de l'importance de cette augmentation, les réserves monétaires de la BCI à la fin de l'année 2007 sont juste en dessous de 2 milliards d'euros (Benediktsdottir & al., 2009).

⁹ « Un « repo » ou « repurchase agreement » correspond à une transaction, un échange (agreement) entre deux parties (ici, une banque et une banque centrale) de titres contre un volume équivalent, en valeur, de liquide (cash). Le vendeur de titres a besoin de liquidités sur une période assez courte. La Banque centrale prend donc en pension les titres proposés par la banque et à échéance (ici, généralement une semaine après l'échange initial), le vendeur rachète ses titres (à la valeur vendue) et verse aussi un intérêt qui correspond à la rémunération du « repo ». Ce type de contrat permet à l'agent (ici, la banque) mettant en pension son actif d'obtenir de la liquidité à court terme à un coût plus faible qu'un emprunt (La finance pour tous, 2017). »

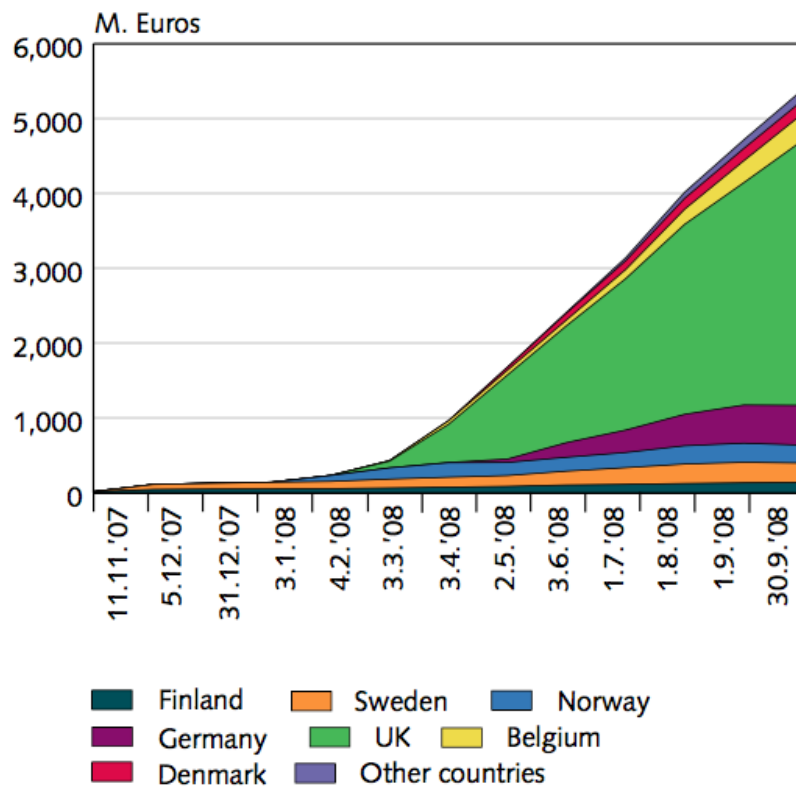
Figure 2.3 : Montant des dépôts dans les succursales de Landsbanki (en million d'euros)



Source : Benediktsdottir & al. (2009)

Chez Kaupthing, l'augmentation des dépôts se fait principalement en 2008 et commence plus précisément fin 2007 lorsque Kaupthing Edge est lancé dans différents pays et permet de collecter des fonds sur des comptes d'épargne à l'étranger. Sur la figure 2.4, on peut voir en vert que l'augmentation des dépôts avait lieu—en majeure partie au Royaume-Uni. La particularité avec Kaupthing est qu'une grosse partie des dépôts, soit 4,2 milliards, s'est faite via ses filiales et non via ses succursales, le fond de garantie des dépôts islandais n'étant donc pas responsable de ces activités-là (Benediktsdottir & al., 2009). En effet, sous les accords de l'EEE, le pays d'origine et le pays hôte sont responsables de la supervision et du système de garantie des dépôts respectivement des succursales et des filiales (Carey, 2009).

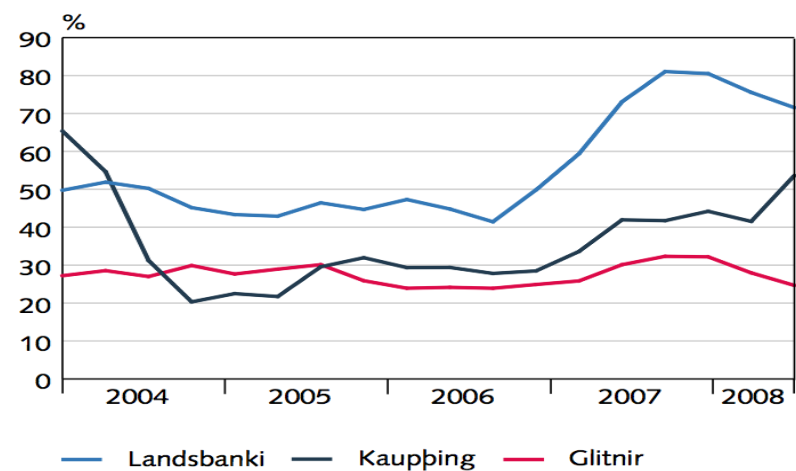
Figure 2.4 : Montant des dépôts de Kaupthing Edge (en million d'euros)



Source : Benediktsdottir & al. (2009)

Cela permet en outre aux banques d'améliorer nettement leur ratio dépôt/prêt qui était une des préoccupations des agences de notation début 2006. Sur la figure 2.5, on peut voir que c'est particulièrement le cas pour Landsbanki dont le ratio atteint 80% à l'automne 2007 (Benediktsdottir & al., 2009).

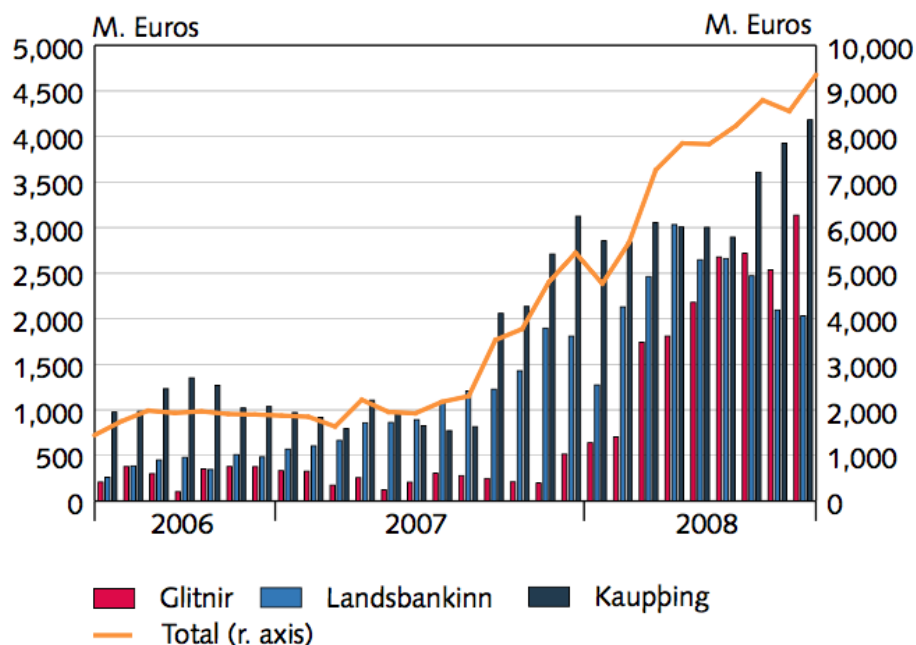
Figure 2.5 : Ratio prêts/dépôts des trois banques principales



Source : Benediktsdottir & al. (2009)

Enfin, on peut voir sur la figure 2.6 l'importance du financement sous forme de « repurchase agreements » auprès des banques centrales pour les trois banques à partir de l'automne 2007. En effet, comme le montre la ligne jaune (regarder l'axe de droite sur le graphique), le total de ce financement passe de 2 milliards d'euros à l'automne 2007 à plus de 9 milliards d'euros avant la chute des banques. Ce financement se fait d'abord auprès de la BCI principalement puis beaucoup auprès de la BCE. Juste avant la chute des banques fin 2008, la moitié de ces prêts provenaient de la BCE (Benediktsdottir & al., 2009). L'emprunt auprès de la BCE se fait majoritairement via la Banque Centrale du Luxembourg (BCL) où les trois grosses banques ont des filiales (Benediktsdottir & al., 2011).

Figure 2.6 : Financement « repo » des trois banques principales (en million d'euros)



Source : Benediktsdottir & al. (2009)

Selon Carey (2009) les banques étaient trop dépendantes du marché de gros¹⁰. Ce financement était abondant et relativement bon marché pendant la période d'expansion des banques. En outre, il était plus facile de mobiliser ce financement que des dépôts domestiques, ce qui était une considération importante vu les ambitions des banques quant à leur expansion. Ainsi, d'après le FMI (2008) environ 75% du financement des trois banques à la fin de l'année 2007 provenait du marché de gros.

¹⁰ Le marché de gros ou « wholesale funding » en anglais est une alternative au financement traditionnel des banques commerciales que sont les dépôts domestiques (Investopedia, s.d). Ainsi, le financement sur le marché obligataire, le financement auprès des banques centrales sous forme de « repo » ainsi que les comptes de dépôts à l'étranger font partie du marché de gros.

Le problème, lorsque l'on est trop dépendant du marché de gros, est que ce financement est moins stable que les dépôts domestiques. En effet, l'accès à ce financement peut s'arrêter complètement et rapidement, ce qui s'observa lorsque les craintes augmentèrent quant à la solvabilité des banques islandaises au lendemain de la crise financière mondiale de 2007 (Carey, 2009).

2.1.4 Profitabilité des banques

Tout au long de l'expansion, les trois grosses banques connaissent une profitabilité extraordinaire. Le tableau 2.2 ci-dessous reprend le rendement des capitaux propres¹¹ des trois banques principales islandaises ainsi que la moyenne de celles-ci de 2003 à 2008. Sur la figure 2.7, on peut voir la moyenne des trois banques principales comparée à celle de six grosses banques venant d'autres pays nordiques¹² sur la même période de temps.

Comme on peut le voir sur le tableau 2.2, le rendement des capitaux propres des trois banques islandaises est très important chaque année sauf pour 2008. En outre, on remarque sur la figure 2.7 que la moyenne des banques islandaises dépasse chaque année celle des pays nordiques avec pour les années 2004 à 2006 une marge relativement large (Flannery, 2009).

Table 2.2¹³ : Profitabilité des trois banques principales

Années	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Glitnir	19,83	22,75	22,54	26,16	16,27	6,73
Kaupthing	17,22	12,22	26,29	26,72	20,6	8,02
Landsbanki	13,74	34,33	22,73	27,87	22,19	14,87
Moyenne des 3 banques	16,93	23,10	23,85	26,92	19,69	9,87

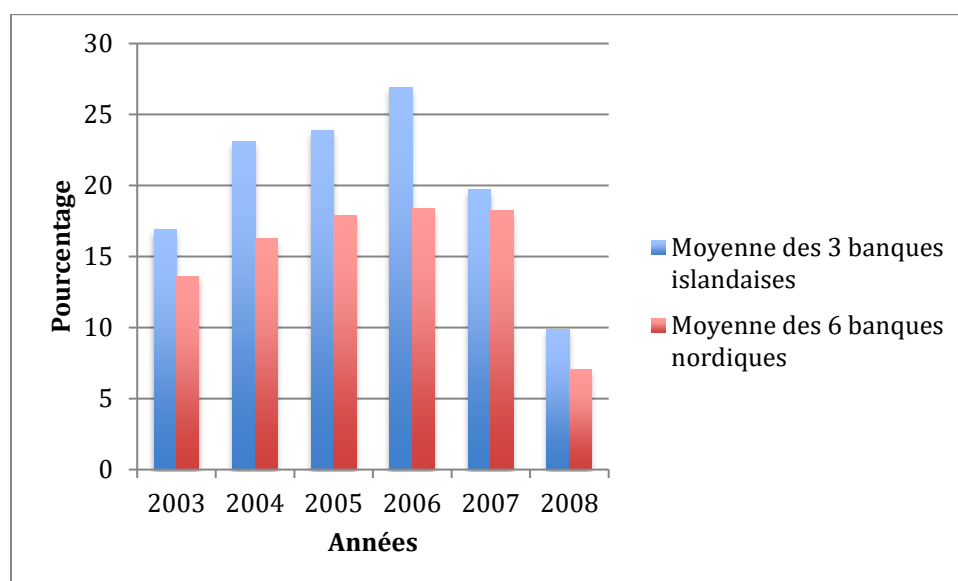
Source: Benediktssdottir & al. (2011)

¹¹ « Return on equity » en anglais, il s'agit du ratio : $\frac{\text{Résultat net}}{\text{Capitaux propres}}$.

¹² Nordea Bank (Suède), Danske Bank (Danemark), Skandinaviska Enskilda Banken (Suède), Swedbank (Suède), Svenska Handelsbanken (Suède) et DnB NOR Bank (Norvège).

¹³ Pour l'année 2008, les données s'arrêtent au deuxième quadrimestre.

Figure 2.7¹⁴ : Profitabilité des trois banques principales



Source: Benediktsdottir & al. (2011)

En outre, ces hauts rendements sur capitaux propres sont obtenus avec des taux de fonds propres très importants. La figure 2.8 et le tableau 2.3 montrent en effet que les trois banques islandaises ont chaque année des ratios de fonds propres de base ou Tier 1¹⁵ supérieurs à ceux de leurs voisins nordiques et également largement supérieurs aux exigences de 4% (Flannery, 2009).

Tableau 2.3¹⁶ : Ratios Tier 1 (en %) des trois banques principales

Années	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Glitnir	19,83	22,75	22,54	26,16	16,27	6,73
Kaupthing	17,22	12,22	26,29	26,72	20,6	8,02
Landsbanki	13,74	34,33	22,73	27,87	22,19	14,87
Moyenne des 3 banques	16,93	23,10	23,85	26,92	19,69	9,87

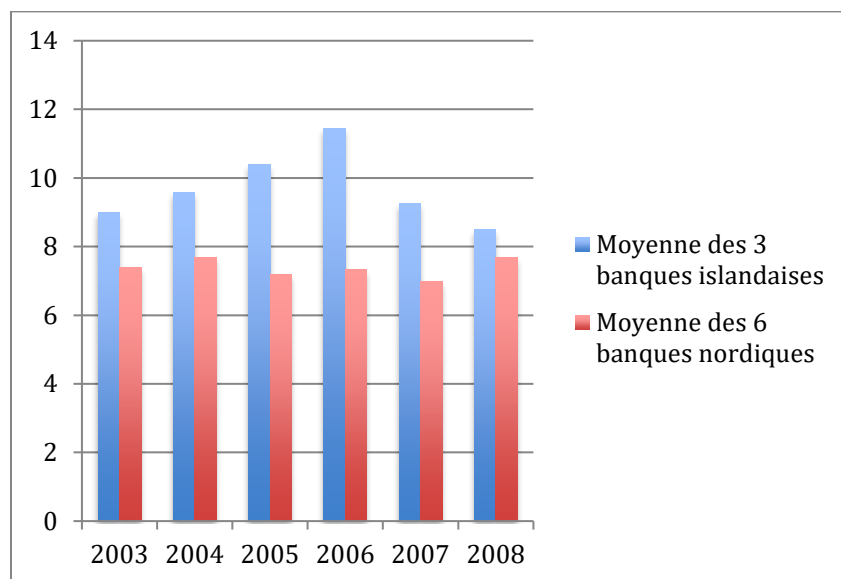
Source : Flannery (2009)

¹⁴ Pour l'année 2008, les données s'arrêtent au deuxième quadrimestre.

¹⁵ Le Tier 1 est un ratio de solvabilité introduit par la Banque des Règlements Internationaux que toutes les banques doivent respecter. A l'époque, sous les accords de Bâle II (suite à la crise de 2007/2008, les accords de Bâle III ont été publiés en 2010 et les ratios de solvabilité ont été renforcés), le ratio Tier 1 devait être supérieur à 4%. Il s'agit du rapport entre les fonds propres et le montant des crédits distribués ajustés aux risques associés. La nature des risques prise en compte est le risque de marché, le risque de crédit et le risque opérationnel. Le ratio Tier 1 est supposé être composé du « vrai » capital (c'est-à-dire sans risque). Il existe un ratio Tier 2 pour lequel les exigences sont moins fortes. Les fonds propres pris en compte dans le Tier 1 sont composés des actions (noyau dur des capitaux propres) et des profits de la banque réinvestis (Core Tier 1 devant être supérieur à 2%) et de titres hybrides moins le goodwill. En outre, ces titres hybrides sont jugés de qualité inférieure (Ducuroir, 2015; La finance pour tous, 2016).

¹⁶ Pour l'année 2008, les données s'arrêtent au deuxième quadrimestre.

Figure 2.8¹⁷ : Moyenne des ratios Tier 1 (en %), banques islandaises vs. banques nordiques



Source : Flannery (2009)

Cependant, le FMI (2008) émet des doutes quand à la qualité du capital des banques. En effet, les réglementations islandaises permettent au capital Tier 1 d’inclure jusqu’à 30% de capital hybride¹⁸ tandis qu’à titre de comparaison, la limitation nordique est de 15%. D’après ce rapport, les banques utilisent complètement le montant autorisé de ce type de capital dans le Tier 1. Malgré qu’il soit légitime, ce type de capital est généralement perçu comme étant de qualité inférieure à des capitaux propres.

En outre, les actionnaires majoritaires¹⁹ des banques, fortement endettés, sont autorisés à emprunter auprès de la banque en question jusqu’à deux tiers de leur capital investi avec les

¹⁷ Pour l’année 2008, les données s’arrêtent au deuxième quadrimestre.

¹⁸ « Capital combinant à la fois des éléments des capitaux propres et des caractéristiques des dettes. Le capital hybride est constitué de titres hybrides. Ces derniers permettent de limiter le coût du capital, de ne pas diluer le capital mais aussi de bénéficier de capitaux alors que l’endettement de l’entreprise est déjà élevé. Le capital hybride est considéré comme des quasi-fonds propres. » Exemples : obligations convertibles, intérêts minoritaires dans les filiales consolidées (EduBourse, 2014).

¹⁹ Pour chacune des trois banques, les actionnaires majoritaires sont parmi les plus gros emprunteurs. Ceux-ci sont généralement des sociétés d’investissement islandaises. Chez Glitnir, Baugur Group et FL group, deux sociétés d’investissements islandaises, sont les plus gros actionnaires qui augmentent considérablement leurs emprunts auprès de la banque lorsque des parties reliés à ces deux sociétés intègrent le nouveau board de la banque au printemps 2007. Le plus gros actionnaire de Kaupthing est Exista hf (un groupe de services financiers islandais) qui possède un peu plus de 20% des parts de la banque et qui est également le plus gros emprunteur. Finalement, Samson Holding Company (une société holding islandaise détenu à moitié par Björgólfur Guðmundsson et l’autre moitié par son fils Björgólfur Thor Björgólfsson) est l’actionnaire majoritaire de Landsbanki et également le plus gros emprunteur.

actions des banques comme garantie pour les prêts octroyés. Ainsi, si les banques et les actionnaires rencontrent des difficultés, les prêts sont dépréciés, ce qui réduit le propre capital des banques (Carey, 2009).

2.1.5 Risque de crédit

Malgré une croissance du crédit extrêmement forte durant la période d'expansion, le FMI (2008) affirme que la qualité du crédit est restée robuste. En effet, entre 2004 et 2006, le crédit des banques augmente de plus 50% et de presque 60% en 2007. Cependant, les prêts non performants n'augmentent que légèrement de 0,5% du total des prêts en 2006 à 1% fin 2007.

En outre, mi-2007, le FME, l'autorité de supervision financière islandaise, concernée par la qualité des actifs des banques, mène une enquête sur le risque de crédit des plus grosses institutions de crédit du pays. Elle arrive à la conclusion que jusqu'à 90% des prêts sont considérés de bonne qualité (FMI, 2008).

Cependant, selon le FMI (2008), un certain nombre de facteurs menacent la robustesse du crédit des banques :

- Le portefeuille de prêt est soit indexé à l'inflation, soit libellé en devises. Ainsi, en cas d'accélération de l'inflation et/ou de dépréciation de la couronne, le remboursement des emprunteurs deviendra de plus en plus difficile en sachant que jusqu'à un tiers des emprunteurs domestiques ne sont pas couverts contre le risque de change. En outre, plus de la moitié du portefeuille de prêt se trouve à l'étranger où la situation économique se dégrade et représente donc un challenge au niveau de la surveillance.
- Les banques islandaises ont une concentration d'expositions auprès de gros emprunteurs et parties liées relativement large avec par exemple, les 20 plus gros emprunteurs qui représente entre 250 et 300% du capital Tier 1 (FMI, 2008). Selon le SIC, qui confirme que le risque de concentration des banques islandaises était

Lorsque les actionnaires majoritaires d'une banque membre du board ou proche du board de celle-ci et exerçant dès lors une influence forte auprès de la banque, sont également parmi les plus gros emprunteurs, on peut se poser la question si les prêts sont faits sur base commerciale ou si ces actionnaires principaux ont bénéficié d'accès facilité et plus avantageux aux prêts (Benediktsdottir & al., 2009).

dangereusement haut pendant une certaine période avant la crise, de manière générale, la diversification du risque est un élément clé d'une banque. En général, les banques sont fortement endettées en comparaison à d'autres entreprises. Dès lors, il est très important que leur portefeuille d'actifs soit tel que le risque soit très étendu. Dans le cas contraire, il y a un risque que les difficultés financières de ces gros emprunteurs impactent la banque en question. Il y a également un risque que ces gros emprunteurs influencent trop les activités de la banque qui pourraient continuer à augmenter leurs emprunts auprès de la banque, aggravant encore la situation (Benediktsdottir & al., 2009).

2.1.6 Un shift de risque de crédit vers risque de marché

Les fortes performances de crédits des banques laissent à croire que le crédit des banques est de bonne qualité, cependant, celles-ci sont exposées au risque de marché de deux manières.

Tout d'abord, d'après le FMI (2008), les fortes performances de crédits que connaissent les banques, reflètent en partie la politique de prêt en contrepartie de collatéraux des banques étant dès lors exposées au risque du marché. Une chute dans la valeur d'un collatéral ou des difficultés de remboursement de prêt provoquent ce que l'on appelle en anglais des « margin calls²⁰ » ou des remboursements anticipés. Tandis que ce genre de pratiques²¹ n'affecte pas les prêts non performants, le potentiel de volatilité dans la fluctuation du prix des actifs augmente. Cela peut forcer les emprunteurs à vendre leurs titres. Dès lors, un cercle vicieux de chute dans le prix des actifs peut être généré, provoquant des « margin calls » qui impactent encore plus le prix des actifs. De cette manière, les banques passent d'un risque de crédit vers un risque de marché.

En outre, il s'agit d'une partie considérable du crédit des banques. En effet, d'après Flannery (2009), le 30 juin 2007, 14% des prêts sont sécurisés principalement par des actions. Pour Kaupthing, la proportion est de 23%.

²⁰ « Margin call » ou appel de marge en français, est dans ce cas une augmentation du collatéral sous forme de titres ou liquidités afin de couvrir la dépréciation du collatéral (Finance de marché, s.d.b).

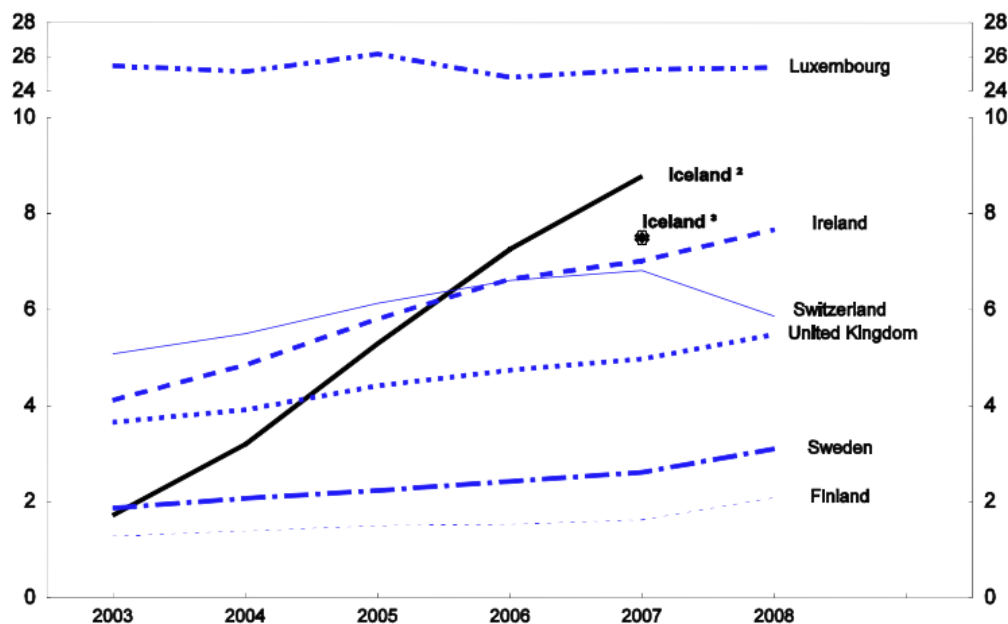
²¹ Les prêts collatéraux associés à des « margin calls » augmentèrent de manière substantielle passant d'un montant d'un peu plus de 60 milliards de couronne islandaise en novembre 2007 à environ 160 milliards de couronne islandaise en mars 2008 (FMI, 2008).

Ensuite, comme on l'a mentionné plus tôt, il y a plusieurs sociétés d'investissement qui sont fortement endettées auprès des banques. De cette façon, les banques se retrouvent également indirectement exposées au risque du marché boursier. Effectivement, dans le cas d'une crise dans les marchés globaux, ce type d'emprunteurs deviendrait insolvable, ce qui entraînerait des pertes de crédits pour les banques. C'est d'ailleurs ce qui se passa lorsque la crise éclata en Islande (Carey, 2009).

2.1.7 L'Islande, un cas unique

A l'aube de la crise, l'Islande se retrouve avec un système bancaire qui a grandi de manière exponentielle. Un système bancaire surdimensionné par rapport à la taille de son économie n'est pas quelque chose de nouveau comme on peut le remarquer sur la figure 2.9 avec le Luxembourg ou la Suisse.

Figure 2.9 : Ratio des actifs consolidés des banques par rapport au PIB



Source : Carey (2009)

Cependant, le cas islandais est unique en son genre pour différentes raisons :

- Premièrement, l'expansion islandaise s'est faite sur quelques années là où d'autres comme le Luxembourg ou la Suisse ont pris des dizaines voir des centaines d'années.

La gestion des opérations et la qualité des prêts²² s'en est retrouvée dégradée et la supervision nécessaire n'a pas pu suivre (Benediktsdottir & al., 2011).

- Deuxièmement, contrairement à la Suisse, le montant de la dette extérieure²³ des banques était très important et libellé en devise (Benediktsdottir & al., 2011).
- Troisièmement, toutes les banques en Islande sont dépendantes de la BCI pour le support de liquidité et de l'Etat islandais en cas de crise ce qui représente une grosse responsabilité vu la taille relative du système bancaire (Benediktsdottir & al., 2011). Cela n'est pas le cas pour par exemple l'Irlande ou le Luxembourg ou respectivement 40% et une majeure partie des actifs bancaires appartiennent à des succursales²⁴ de banques étrangères. La Suisse est aussi un cas à part car ses banques sont tellement grandes qu'elles sont systématiquement importantes dans d'autres pays. Ainsi, il est fort probable qu'en cas de faillite des banques, il y ait une aide globale. (Carey, 2009)

2.2 Déséquilibres macroéconomiques

Ainsi, en très peu de temps, un pays d'une population d'à peine 330 000 habitants n'ayant que très peu d'expérience bancaire devient une économie avec 3 banques internationales gérant un total d'actifs approchant 10 fois le PIB du pays fin 2007. A l'aube de la crise²⁵, l'Islande a une économie prospère et flexible mais elle se retrouve dans une période difficile et incertaine vu des déséquilibres macroéconomiques très importants comme on va le voir dans la suite de ce chapitre.

2.2.1 Economie prospère et flexible

Avant la crise, l'Islande présente des performances économiques fortes et ses perspectives de long terme sont prometteuses vu des institutions saines et des ressources naturelles

²² Ici, on tient compte du shift de risque de crédit vers risque de marché pour juger de la qualité du crédit.

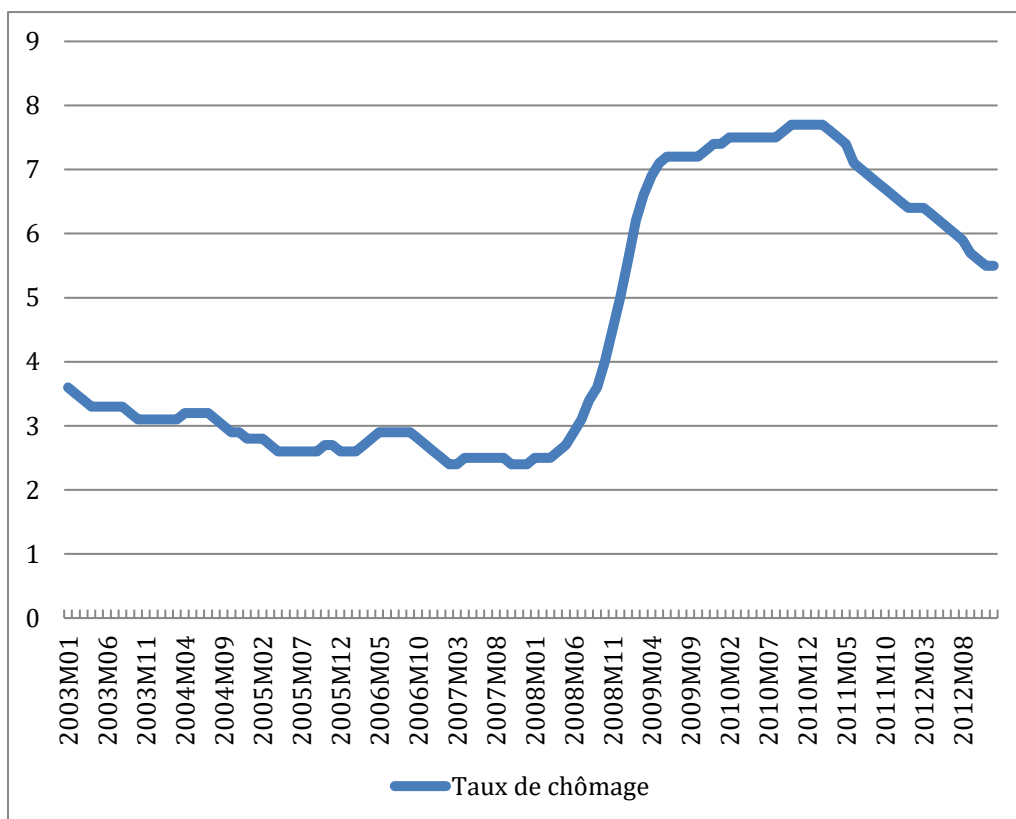
²³ L'endettement extérieur brut du pays passe de 140% du PIB en 2003 à presque 560% du PIB fin 2007. En outre, le secteur bancaire est responsable respectivement en 2003 et en 2007 de 86% et 462% de l'endettement extérieur brut du PIB (FMI, 2008).

²⁴ Pour rappel, sous les accords de l'EEE, pour une succursale, c'est le pays d'origine qui est responsable de la supervision et du système de garantie des dépôts. Pour une filiale il s'agit du pays hôte (Carey, 2009).

²⁵ La crise bancaire islandaise éclate début octobre 2008.

renouvelables abondantes (énergie hydraulique et géothermique). En effet, le pays a l'un des PIB par habitant les plus élevés de la planète notamment grâce à une forte croissance de la productivité (presque 3,5% en moyenne par année de 2001 à 2006 contre un peu moins de 2% pour les pays de l'OCDE). Les égalités salariales sont également parmi les meilleures au monde. L'Islande a un faible taux de chômage comme on peut le voir sur la figure 2.10 avec un taux de participation élevé. Finalement, l'Islande a un indice de réglementation des marchés de produits faibles (FMI, 2008). Un tel niveau d'indice est synonyme d'un marché concurrentiel favorisant la croissance et une augmentation du niveau de vie (OCDE, s.d.).

Figure 2.10 : taux de chômage en Islande (en %)



Source : Statistics Iceland

2.2.2 PIB

A partir de 2003, l'Islande connaît une forte croissance²⁶ qui oscille entre 5% et 9,4% pour les années de 2004 à 2007 comme on peut le voir dans le tableau 2.4. La raison principale est une hausse substantielle de la demande domestique qui augmente jusqu'à 14,3% en 2005. En

²⁶ En 2002, il y a une croissance faible de 0,6% (Statistics Iceland)

effet, fin 2003, l'Islande entreprend un des plus gros projets d'investissement de son histoire dans le secteur de l'aluminium avec comme objectif de tripler la production dans le futur, dont le pic des investissements a lieu de 2005 à 2006. On peut voir dans le tableau 2.4, la croissance substantielle pour les années de 2004 à 2006 avec un pic de croissance de 32% en 2005 avant de chuter à partir de 2007. A cela s'ajoute la consommation privée qui ne fera que croître à partir de 2003 avec une croissance de 6,1% et un pic de croissance de 11,4% en 2005 avant de chuter de -6,7% en 2008. Les dépenses publiques, quant à elles, connaissent une croissance relativement stable sur la période de 2003 à 2008 et approchent les 5% en 2007 et 2008. Finalement, comme on peut le remarquer, les importations explosent à partir de 2003 et augmentent de près de 30% en 2005 à cause des importations nécessaires pour le gros projet d'investissement dans l'aluminium ainsi que la croissance de la consommation en Islande (FMI, 2003 ; FMI, 2005 ; FMI, 2008a ; FMI, 2010).

Cette explosion des dépenses est due à une augmentation du revenu disponible, une facilité d'accès au crédit avec le développement des banques, un marché de l'immobilier et boursier en croissance, une monnaie plus forte rendant les importations moins chères ainsi qu'un taux de chômage très faible (FMI, 2008a).

Tableau 2.4 : Sélection d'indicateurs économiques de l'Islande (taux de croissance)

Années	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Produit intérieur brut	2,4%	8,1%	6,4%	5,0%	9,4%	1,7%	-6,5%	-3,6%	2,0%	1,3%
Demande domestique totale	5,6%	10,0%	14,3%	9,5%	0,9%	-7,4%	-19,2%	-2,5%	3,4%	1,7%
Consommation privée	6,0%	7,1%	11,4%	3,8%	6,6%	-6,7%	-12,6%	-0,3%	2,6%	2,0%
Consommation publique	2,1%	2,4%	3,4%	4,1%	4,5%	4,9%	-1,1%	-3,7%	-0,1%	-1,8%
Formation brute de capital fixe	9,8%	26,7%	32,0%	23,4%	-11,2%	-19,0%	-47,8%	-8,6%	11,6%	5,3%
Exportations de biens & services	0,9%	8,2%	7,1%	-4,7%	23,3%	3,3%	8,3%	1,0%	3,4%	3,6%
Importations de biens & services	10,3%	13,7%	28,8%	9,8%	-2,3%	-20,3%	-22,4%	4,4%	6,8%	4,6%

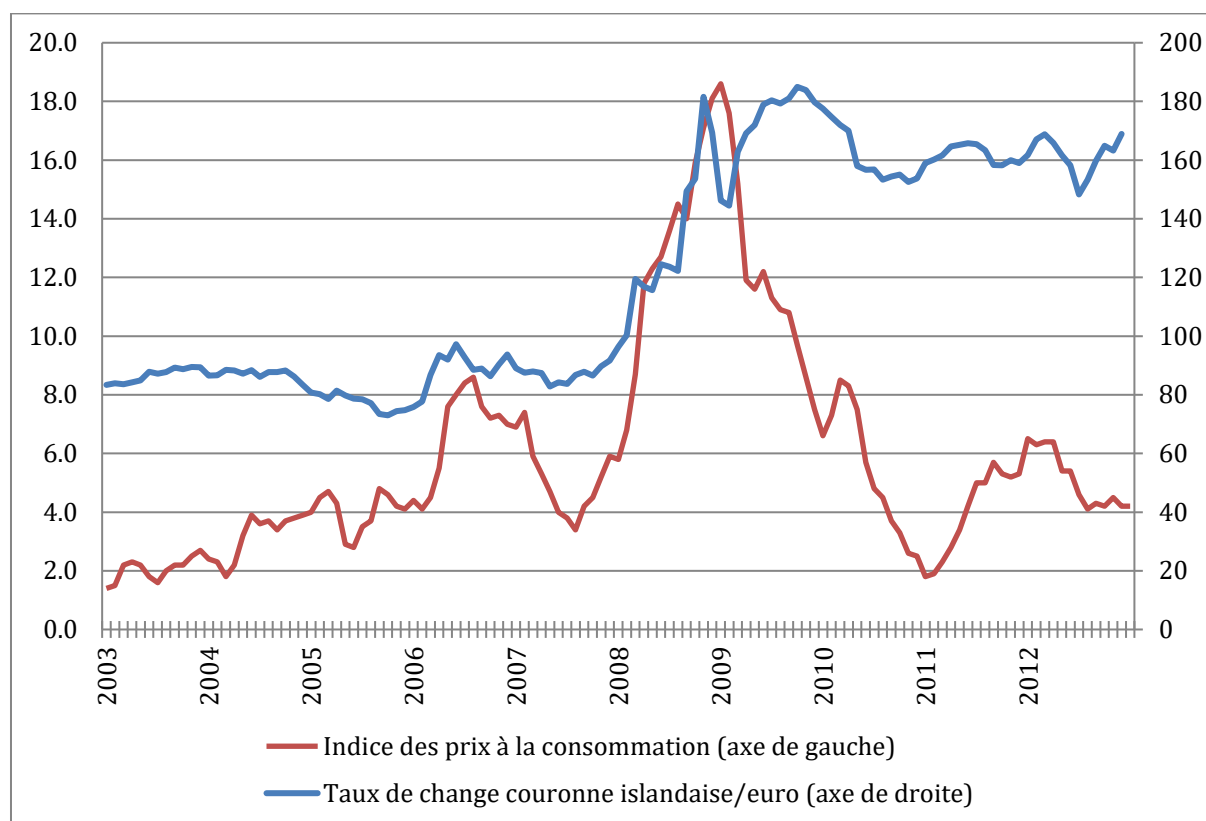
Source : Statistics Iceland ; Nos propres calculs pour le pourcentage en PIB

2.2.3 Inflation

La stabilité des prix en Islande est également fortement perturbée comme on peut le remarquer sur la figure 2.11. En effet, l'inflation mesurée par la croissance de l'indice des prix à la consommation s'écarte fortement de sa cible de 2½% adoptée en 2001 et est, durant la période de 2003 à 2007, bien plus volatile que dans la zone euro (Carey, 2009). Ainsi, l'inflation passe d'environ 2% en 2003 à plus de 8% au milieu de l'année de 2006 avant d'atteindre environ 4% un an après. A partir de ce moment là, l'inflation explose et dépasse les 18%.

Selon les rapports d'article IV du FMI de 2005 et 2006, les pressions de la demande domestique, et plus particulièrement celles dans le marché de l'immobilier, sont les sources principales de cette forte inflation. Ensuite, comme le précise les rapports des années 2008 et 2010, la dépréciation de la couronne islandaise à partir de mars 2007 vient alimenter cette croissance spectaculaire de l'inflation qui est parmi la plus élevée des pays industriels. En effet, on peut remarquer sur la figure 2.11 une certaine corrélation entre les deux courbes à partir du deuxième quadrimestre de 2007 jusque fin 2008.

Figure 2.11 : Indice des prix à la consommation (en %) et taux de change couronne islandaise/euro²⁷ (indice, 31 janvier 2008 = 100)



Sources : Bloomberg ; Statistics Iceland

2.2.4 Contradiction entre la politique monétaire et budgétaire

Durant l'expansion, on observe une contradiction entre une politique monétaire restrictive et une politique fiscale expansionniste en Islande (Benediktsdottir & al., 2011).

En effet, la BCI, qui veut empêcher la surchauffe de l'économie, décide d'élever de manière séquentielle les taux d'intérêt qui passent de 5,3% en 2003 à 15,5% en 2008 afin de freiner la demande domestique dans le but d'atteindre la cible d'inflation de 2½% (Danielsson & Zoega, 2009). Cependant, ses efforts sont minés par la force inattendue de l'expansion, l'appréciation de la couronne islandaise et une concurrence accrue dans le marché du crédit (FMI, 2008a). En effet, l'augmentation des taux d'intérêt créa des différentiels de taux d'intérêt importants vis à vis des autres pays entraînant de larges volumes d'opérations de

²⁷ Il s'agit du taux de change couronne islandaise/euro côté « à l'incertain ». Ainsi, une augmentation de la valeur du taux de change indique une dépréciation de la couronne islandaise. A l'inverse, une diminution de la valeur du taux de change indique une appréciation de la couronne islandaise.

« carry-trades²⁸ » ce qui contribua entre autre à l'expansion rapide du système bancaire (Benediktsdottir & al., 2011). En outre, cela encouragea les ménages et les entreprises à emprunter en devise, contournant ainsi les hauts taux d'intérêt domestiques mis en place par la BCI et augmentant considérablement leur endettement en devise. Ceux-ci se retrouvent donc face à un risque de taux de change en cas de fuite de capitaux et donc de dépréciation²⁹. En effet, leur dette en couronne islandaise augmenterait suite à une baisse de la couronne. La conséquence de cette politique monétaire restrictive est une entrée de capitaux étrangers importante et une appréciation du taux de change donnant aux islandais une illusion de richesse et qui profita aux « carry-traders » (Danielsson & Zoega, 2009). En effet, on a pu voir la consommation privée et l'investissement en Islande qui explosent et les fortes importations qui en découlent.

Ensuite, on a le gouvernement qui choisit de réduire ses taxes³⁰ afin de pousser les investissements à la hausse et augmenter l'offre de travail malgré des pressions inflationnistes et des déficits externes³¹ (Danielsson & Zoega, 2009). Cependant, les revenus totaux parviennent tout de même à croître faiblement grâce à l'augmentation des revenus liée à l'expansion du système bancaire, l'augmentation des salaires et des droits à l'importation (Benediktsdottir & al., 2011). Comme on peut le voir dans le tableau 2.5, les revenus passent de 41,6% du PIB à plus de 46% pour 2005 et 2006. Les dépenses budgétaires, quant à elles, restent plus ou moins stables de 2003 à 2007 et oscillent entre 41% et 43% du PIB. Ainsi, alors que le solde budgétaire est quasi nul en 2004 (-0,3% du PIB), pour les années 2005 à 2007, la balance budgétaire est à chaque fois en surplus de plus de 4,5%. Ceci contribua à réduire la dette nette de l'état d'une manière spectaculaire passant de 29,9% du PIB en 2003 à une petite position d'actifs nets de 0,9% du PIB en 2007. Cependant, c'est aussi grâce à des effets de valorisation importants au niveau des actifs financiers de l'Etat, qu'il y a une telle évolution de la dette extérieure nette. En effet, ceux-ci passe de 39% en 2003 à près de 52% du PIB en 2007.

²⁸ Ces opérations consistent à « emprunter en devise étrangère à un taux d'intérêt bas et d'investir les devises achetées dans une devise à taux d'intérêt élevé. En plus du gain d'intérêt, l'investisseur qui pratique de telles opérations espère obtenir un gain de change, dû à l'appréciation de la devise dans laquelle ses fonds sont placés » (Bodart, 2015).

²⁹ Le risque était inquiétant quant on sait, d'après Danielsson & Zoega (2009), que le montant de ce que l'on appelle en anglais « hot money » (l'argent subséquent aux opérations de « carry-trades ») aurait atteint plus de 50% du PIB.

³⁰ L'impôt des sociétés passe de 30% à la fin de l'année 2001 à 15% en février 2008. L'impôt sur le revenu des particuliers baisse également de 1% pour les trois années 2005, 2006 et 2007. Finalement, en 2007 le gouvernement abolit la taxe foncière et diminue la taxe sur la valeur ajoutée.

³¹ Voir la décomposition de la balance des paiements pour les déficits externes.

Tableau 2.5 : Agrégats principaux, actifs et engagements financiers du gouvernement général (en % du PIB)

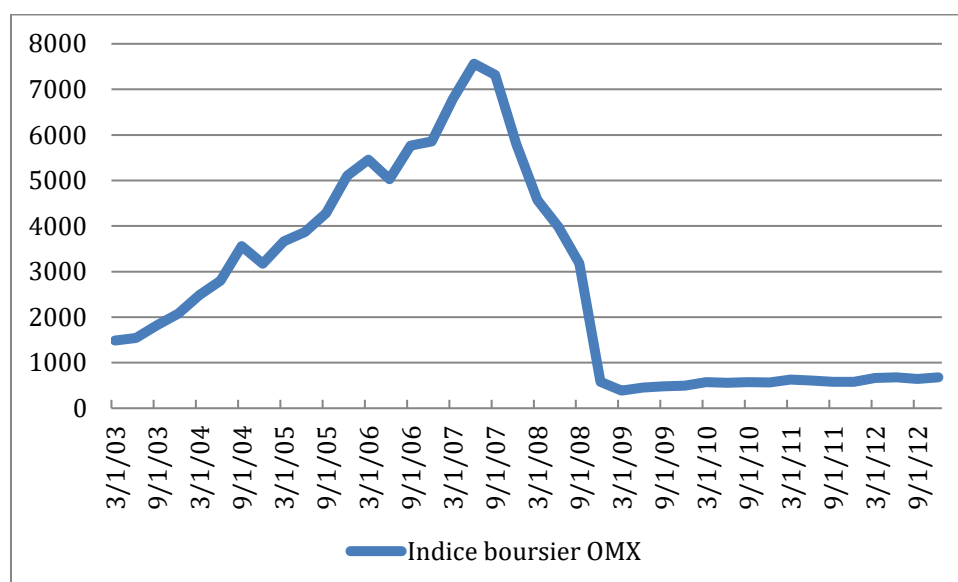
Années	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Revenus	41,6	42,6	46,1	47,0	45,9	42,2	38,6	39,4	39,9	41,4
Dépenses	44,7	42,9	41,6	41,1	41,0	55,3	48,2	49,1	45,5	45,2
Balance fiscale	-3,1	-0,3	4,5	5,9	4,9	-13,0	-9,6	-9,7	-5,6	-3,7
Actifs	39,0	35,4	38,0	48,3	51,9	72,5	74,7	72,5	74,9	69,7
Engagements	68,8	62,2	51,3	56,1	51,0	97,4	112,1	118,1	126,2	123,0
Actifs nets (Actifs - Engagements)	-29,9	-26,8	-13,4	-7,8	0,9	-24,9	-37,4	-45,6	-51,2	-53,3

Source : Statistics Iceland ; Nos propres calculs pour le pourcentage en PIB des Actifs, Engagements et Actifs nets

2.2.5 Secteur privé non financier

Pendant la période 2003 à 2007, le crédit domestique (des banques et des autres institutions financières du pays) aux ménages et entreprises non financières augmente à un rythme de 30% par an bien qu'il s'agisse au final d'une petite partie du crédit total des banques. Cette forte croissance du crédit domestique met de la pression vers le haut sur le marché immobilier et boursier. Comme on peut le voir sur la figure 2.12, c'est particulièrement le cas pour la bourse islandaise qui augmente de près de 390% du premier quadrimestre de 2003 à la fin de 2007 passant de $\frac{2}{3}$ à $2\frac{1}{2}$ fois le PIB. Cette croissance dépasse largement celle des autres pays de l'OCDE (Carey, 2009).

Figure 2.12 : La bourse islandaise (indice³², 31 décembre 1997 = 1000)

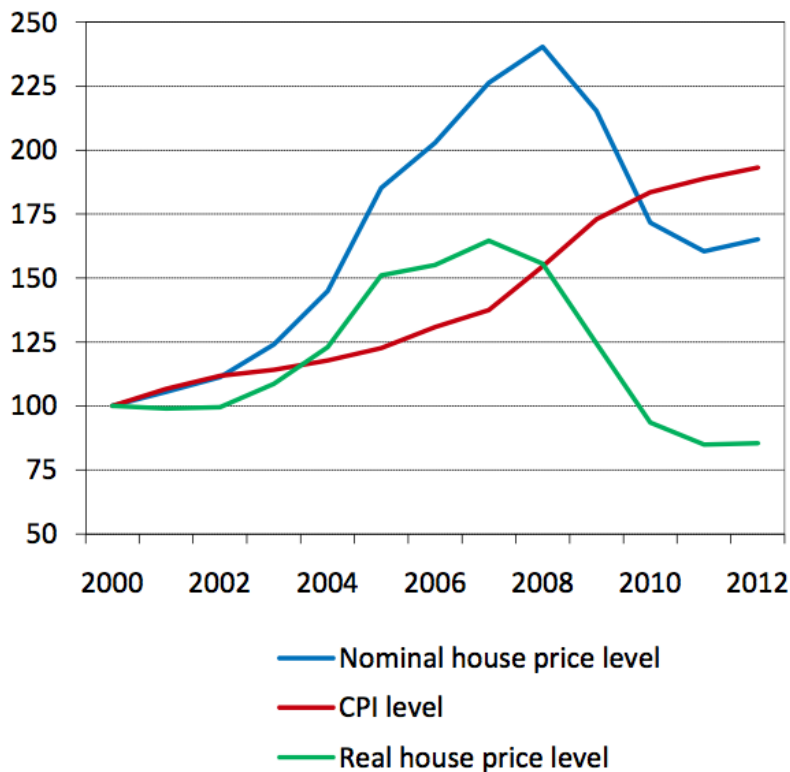


Source : Bloomberg

Sur la figure 2.13, on remarque que la croissance pour le prix réel du marché de l'immobilier (en vert sur le graphique) n'est pas aussi spectaculaire que celle du marché boursier. En outre, ce boom immobilier s'observe également dans les pays de l'OCDE durant cette période (Carey, 2009).

³² Il s'agit du « OMX Iceland All-share Index » qui reprend toutes les actions listées sur le OMX Nordic Exchange Iceland.

Figure 2.13 : Prix réel du marché de l'immobilier (indice, mars 2000 = 100)



Source : BCI (2009)

La croissance du marché boursier et de l'immobilier augmente le patrimoine des entreprises et des ménages. Ces derniers l'utilisent alors comme collatéral. Ainsi, les entreprises empruntent pour s'agrandir et les ménages s'endettent d'avantage pour maintenir leur consommation.

De 2003 à 2007, l'endettement des entreprises passe de 120 à 284% du PIB et celui des ménages passe de 169 à 201% par rapport au revenu disponible avant le paiement des intérêts. En comparaison internationale, fin 2007 l'endettement des entreprises est de 73% du PIB aux Etats-Unis et de 77% dans la zone euro. Pour les ménages, le Danemark a un ratio supérieur à celui de l'Islande, l'Irlande et la Norvège égalent celui de l'Islande et tous les autres pays de l'OCDE ont un ratio inférieur (Carey, 2009)

2.2.6 La balance des paiements

Durant la période de 2003 à 2008, l'Islande connaît des déficits de sa balance courante très inquiétants. Comme on peut le remarquer dans le tableau 2.6, en 2003, le déficit courant islandais est de 4,9% du PIB, il approche les 10% en 2004 et dépasse les 20% pour les années

2006 et 2008. Pour les années de 2003 à 2007, le déficit de la balance commerciale est responsable d'une majeure partie de ce déficit courant et, en 2006, il atteint même les 15,8% du PIB. Ce déficit de la balance commerciale est dû à des importations qui augmentent³³ constamment de 2003 à 2006, passant de 23,1% à 34% du PIB avant de diminuer à 29,1%, tandis que les exportations sont plus ou moins stables avant 2007. Un autre élément important qui contribue au déficit courant est le déficit du compte des revenus d'investissements³⁴ qui est responsable de presque la moitié du déficit courant en 2004 et 2007 tandis que, pour les autres années en dehors de 2008, son poids relatif est moins important.

Ces déficits de la balance courante gonflent de manière substantielle la position extérieure nette négative de l'économie³⁵, comme on peut le remarquer sur la figure 2.14, passant de -63% du PIB au premier quadrimestre de 2003 à -193% du PIB au 3^{ème} quadrimestre de 2008, c'est-à-dire juste avant l'éclatement de la crise bancaire en octobre 2008.

Lorsque l'on s'intéresse au solde du compte de capital³⁶ et financier, on peut négliger celui du compte de capital pour la période de 2003 à 2008. En effet, son poids est très faible comme on peut le remarquer dans le tableau 2.6. Le solde du compte financier est positif sur l'ensemble de la période et augmente chaque année sauf en 2007. Ainsi, alors qu'en 2003, il avoisine les 0% du PIB, il dépasse les 10% en 2004 et 2005, atteint presque les 34% en 2006, redescend à 19% en 2007 et explose en 2008 pour atteindre 74,7% du PIB. Un solde positif du compte financier correspond à des afflux nets de capitaux.

Pour l'ensemble de la période, sauf 2008, les investissements directs³⁷ sont négatifs et reflètent donc des sorties de capitaux dues à une forte augmentation des investissements à l'étranger reflétant en partie l'expansion des banques à l'étranger et les différentes

³³ Comme vu dans la partie du PIB : en raison de gros projets d'investissement dans l'aluminium qui ont débuté en 2003 et la forte augmentation de la consommation privée qui met de la pression sur les importations.

³⁴ Les revenus d'investissements nets sont le résultat net des participations en actions (dividendes et bénéfices investis) et des engagements (intérêts) (BCI, s.d.).

³⁵ Il s'agit de la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs financiers d'une économie (FMI, 1993).

³⁶ Le compte de capital mesure les transferts de capital «sans frais» entre les résidents et les non-résidents. Les transferts de capitaux peuvent comprendre des subventions d'investissement, des remises de dettes ou des paiements d'indemnisation d'assurance exceptionnellement importants (BCI, s.d.).

³⁷ L'investissement direct est la catégorie d'investissement international qui reflète l'objectif d'une entité résidente dans une économie qui obtient un intérêt durable dans une entreprise résidant dans une autre économie. L'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise et un degré significatif d'influence de l'investisseur sur la gestion de l'entreprise (FMI, 1993). Lorsqu'un investisseur direct dans un pays détient 10% ou plus du capital social d'une entreprise dans un autre pays, on parle d'investissement direct étranger (BCI, s.d.)

acquisitions qu'elles ont pu effectuer. En 2005 par exemple, les investissements directs nets atteignent jusqu'à 24% du PIB pour des investissements directs à l'étranger de presque 43% du PIB. De part sa définition, l'investissement direct correspond à une relation de long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise. Ainsi, il s'agit d'investissements moins liquides et donc moins enclins à engendrer des flux de capitaux importants et soudains.

Les investissements de portefeuille³⁸, quant à eux, sont positifs sur toute la période reflétant une entrée de capitaux sauf en 2007. Pour les années de 2003 à 2006, les investissements de portefeuille nets forment de loin le plus important segment des afflux de capitaux du pays et sont surtout le résultat des engagements qui augmentent énormément pour atteindre plus de 100% du PIB en 2005. Ces engagements sont principalement des titres de créances de long terme, c'est-à-dire de maturité supérieure à un an, sur cette période. Ces engagements de portefeuille reflètent sans doute en partie le financement important des banques sur le marché obligataire européen et américain, comme on a pu le voir dans la partie sur le développement des banques, dont l'accès devient plus compliqué à partir de 2007. Malgré que ces investissements de portefeuille soient à long terme, ils ne sont pas aussi stables que les investissements directs étrangers et peuvent présenter un risque de refinancement lorsqu'ils arrivent à échéance. C'est ce qu'on a pu observer lorsque les investisseurs étrangers étaient moins enclins à acheter des titres de créances des banques islandaises par exemple à partir de 2007.

Jusqu'à 2006, les autres investissements³⁹ sont négatifs en termes nets alors qu'ils deviennent positifs en 2007 et 2008. En 2007, on peut remarquer que les engagements augmentent terriblement par rapport à 2006 passant de 49,2% du PIB à 156,3% du PIB. Cette augmentation substantielle reflète la forte augmentation⁴⁰ des montants des comptes de dépôts⁴¹ des banques à l'étranger comme avec Icesave ou Kaupthing Edge ainsi que les emprunts⁴¹

³⁸ L'investissement de portefeuille comprend les titres de créance et de capitaux propres, à l'exception des avoirs de réserve ou de ceux inclus dans les investissements directs étrangers. Les titres sont des titres de créance et des actions qui sont facilement échangeables. Les titres sont structurés de manière à faciliter leur négociation, généralement sur un marché boursier ou sur un marché non coté (BCI, s.d.).

³⁹ Les autres investissements principaux sont les suivants: autres capitaux propres; monnaie (pièce et billets en circulation) et dépôts; prêts; système d'assurance, de retraite et de garantie standardisés; crédit et avances commercial (BCI, s.d.).

⁴⁰ Augmentation de la catégorie « monnaie et dépôts » des autres investissements dans les engagements du compte financier.

⁴¹ Augmentation de la catégorie « prêts » des autres investissements dans les engagements du compte financier.

effectués auprès de la BCE via notamment la BCL. Malgré que cela ne soit pas précisé dans les statistiques de la BCI, on sait que ces investissements étaient très liquide et de court terme.

Finalement, on peut observer que, en 2008, la catégorie erreurs et omissions⁴² explose atteignant 52% du PIB. Cette augmentation substantielle nous pousse à être prudent dans l'analyse de la balance des paiements de 2008. En effet, l'ampleur des différentes catégories de la balance des paiements manquent de précision en conséquence. La raison derrière ces erreurs et omissions importantes est la chute des banques qui se trouvent en procédure de liquidation. La BCI (s.d.) précise que leur impact sur la balance des paiements est significatif. Par définition, les transactions portant sur une période antérieure et enregistré à une période suivante, se retrouvent automatiquement dans la catégorie erreurs et omissions. Ces fortes erreurs et omissions sont donc principalement dues à des transactions portant sur les banques en procédures de liquidation n'ayant pas été réalisées à la période adéquate.

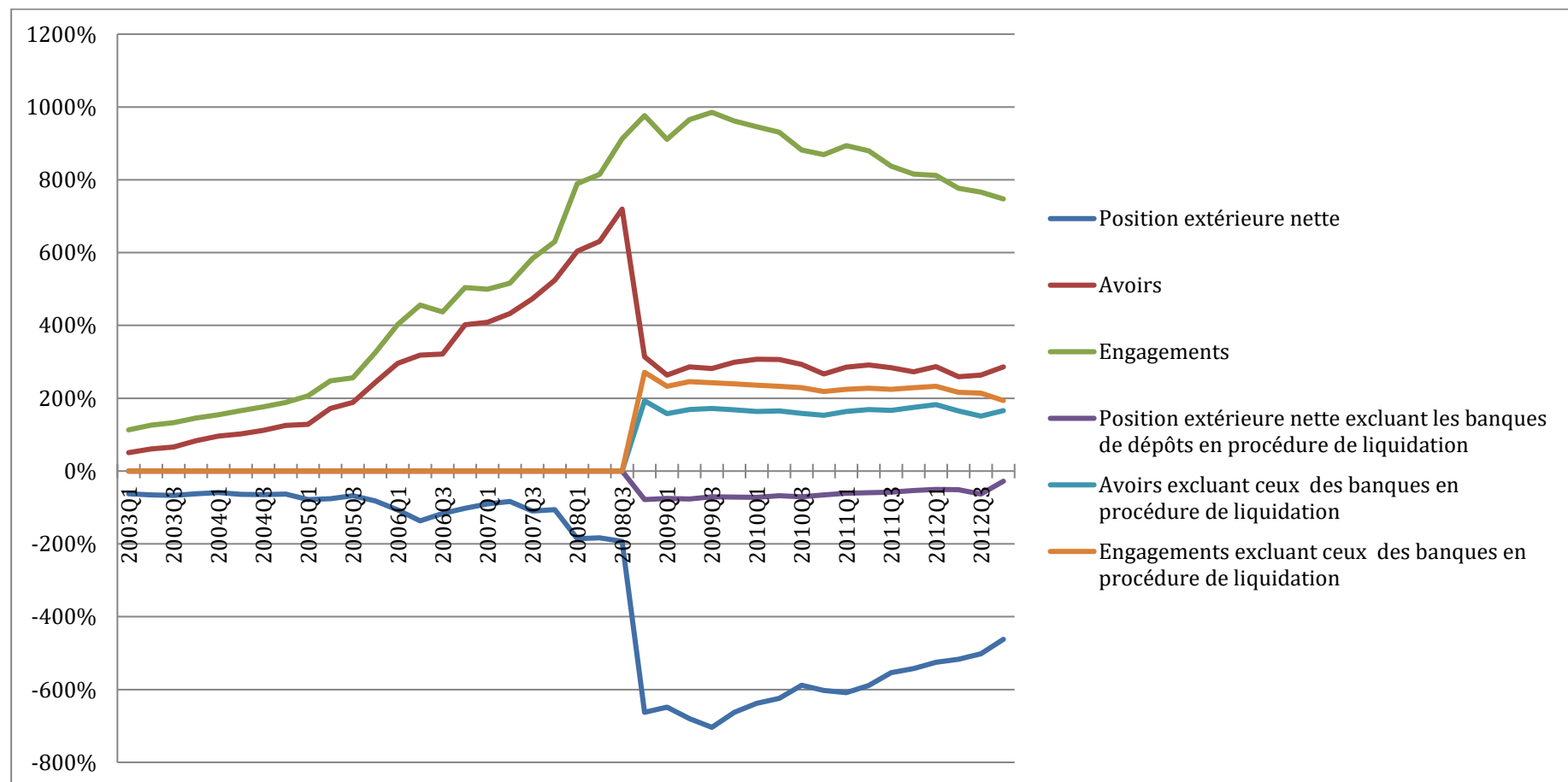
⁴² Pour chaque transaction, deux entrées sont effectuées. Les montants des deux entrées doivent être égaux, et leur somme doit être égale à zéro. Par exemple, les importations de biens sont comptabilisées dans le compte courant et le paiement des marchandises est comptabilisé dans le compte financier. Si la somme des deux entrées n'est pas zéro, le reste est entré sous erreurs et omissions. Parce que chaque élément est mesuré séparément, en utilisant les données de différents fournisseurs, il n'est pas garanti que les chiffres soient les mêmes (BCI, s.d.).

Tableau 2.6 : décomposition de la balance des paiements de l'Islande de 2003 à 2012 (en % du PIB)

	Ligne	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Compte courant	aaa = aad + add + agd + ajd	-4,9	-9,8	-15,9	-23,3	-14,0	-22,6	-9,6	-6,6	-5,3	-4,0
Balance commerciale	aad = abd + acd	-3,2	-5,3	-10,7	-15,8	-9,8	-4,2	3,5	3,9	2,1	0,7
Exportations	abd	19,9	19,9	17,3	18,2	19,3	25,9	28,8	31,0	33,1	32,4
Importations	acd	-23,1	-25,2	-28,0	-34,0	-29,1	-30,2	-25,4	-27,0	-30,9	-31,7
Compte des échanges de services	add = aed + afd	0,3	-0,1	-1,2	-1,3	0,6	2,1	5,5	6,3	5,8	5,3
Exportations	aed	13,1	12,7	13,3	12,9	14,1	15,3	20,9	22,7	23,5	24,6
Importations	afd	-12,9	-12,9	-14,5	-14,3	-13,5	-13,2	-15,3	-16,4	-17,7	-19,3
Compte des revenus d'investissement	agd = ahd + aid	-1,7	-4,4	-4,0	-6,2	-4,9	-20,2	-18,1	-16,1	-12,5	-9,4
Reçus	ahd	3,2	3,2	8,6	15,3	21,3	8,8	6,6	4,6	9,4	6,2
Dépenses	aid	-4,9	-7,7	-12,7	-21,5	-26,2	-29,0	-24,7	-20,7	-21,8	-15,5
Compte des transferts courants, net	ajd	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	-0,5
Compte de capital et financier	baa = bad + bbd	0,9	12,2	13,7	33,9	19,0	74,7	-40,3	3,8	-5,0	5,1
Compte de capital, net	bad	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Compte financier	bbd = bcd + bfd + bid + bld	0,9	12,3	13,7	33,9	19,0	74,7	-40,2	3,9	-4,9	5,1
Investissement direct, net	bcd = bdd + bed	-0,4	-13,5	-24,0	-9,9	-15,8	29,1	-17,1	19,7	7,4	29,8
à l'étranger	bdd	-3,4	-18,8	-42,5	-32,5	-47,8	23,9	-17,8	17,9	-0,1	22,5
en Islande	bed	2,9	5,4	18,5	22,5	32,0	5,2	0,7	1,8	7,5	7,2
Investissement de portefeuille, net	bfd = bgd + bhd	26,4	48,4	73,0	66,9	-42,1	28,1	9,9	-3,6	0,4	3,4
Actifs	bgd	-5,2	-12,0	-28,0	-17,1	-44,5	27,8	7,2	1,3	-6,1	-4,4
Engagements	bhd	31,6	60,4	101,1	84,0	2,3	0,3	2,8	-4,8	6,5	7,8
Autre investissement, net	bid = bjd + bkd	-22,4	-21,2	-34,9	-15,9	77,4	24,0	-31,2	2,3	6,7	-58,5
Actifs	bjd	-18,4	-25,1	-65,3	-65,1	-78,9	-14,2	-8,5	17,1	28,5	-14,2
Engagements	bkd	-4,0	3,9	30,4	49,2	156,3	38,2	-22,7	-14,8	-21,8	-44,3
Avoirs de réserve	bld	-2,7	-1,5	-0,4	-7,1	-0,4	-6,5	-1,8	-14,6	-19,4	30,6
Erreurs nettes et omissions	caa = -aaa - baa	4,1	-2,4	2,2	-10,6	-5,0	-52,0	49,9	2,8	10,3	-1,1
Position extérieure nette	daa = dab - dac	-63%	-63%	-82%	-102%	-106%	-663%	-663%	-603%	-543%	-462%
Avoirs	dab	83%	125%	243%	401%	524%	314%	299%	266%	273%	286%
Engagements	dac	146%	189%	326%	504%	630%	976%	961%	869%	816%	748%
Position extérieure nette excluant les banques de dépôts en procédure de liquidation	eea = eab - eac	0%	0%	0%	0%	0%	-78%	-71%	-65%	-54%	-28%
Avoirs	eab	0%	0%	0%	0%	0%	193%	168%	153%	175%	166%
Engagements	eac	0%	0%	0%	0%	0%	271%	239%	218%	229%	194%

Sources : BCI ; Banque mondiale ; Nos propres calculs pour le pourcentage en PIB

Figure 2.14 : Position extérieure nette de l'Islande de 2003 à 2012 (en % du PIB)



Sources : BCI ; Statistics Iceland ; Nos propres calculs pour le pourcentage en PIB

⁴³ La détérioration brutale que l'on peut observer des avoirs par rapport aux engagements est due d'après la BCI (2012) à la chute des banques et de la couronne islandaises. Nous n'avons pas trouvé plus de précision quand à cette chute brutale.

3 Chute du système bancaire

La chute de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, vient geler les échanges de liquidités internationales et détériorer les marchés financiers à un niveau jamais vu depuis la crise des années 30 (Carey, 2009).

Glitnir, qui anticipe un problème de liquidité à la mi-octobre⁴⁴, approche la BCI pour qu'elle lui vienne en aide. La BCI annonce le lundi 29 septembre l'achat de 75% des parts de Glitnir pour un montant de 600 millions d'euros. La nationalisation partielle de Glitnir vient affecter la confiance dans le système bancaire islandais et l'Etat islandais. En effet, jusque là, le gouvernement et les banques ont, à maintes reprises, affirmé que les trois banques principales étaient liquides et solvables (Danielsson & Zoega, 2009).

S'en suit une chute de la valeur boursière de Glitnir qui vient fortement ébranler Landsbanki puisqu'elle détient un nombre important de parts de Glitnir en tant que collatéral de prêts octroyés aux propriétaires de Glitnir. En outre, suite aux difficultés encourues par Glitnir, les épargnants de la succursale Icesave de Landsbanki au Royaume-Uni se précipitent pour retirer leurs dépôts. Cela pousse le FSA, l'autorité des services financiers britanniques, à réclamer le paiement de 200 millions de pounds sur le compte de la Banque d'Angleterre pour le lundi 6 octobre pour répondre aux sorties futures de ces dépôts. Au même moment, la BCE demande aux banques islandaises de réduire la dette qu'elles ont vis-à-vis de celle-ci. Landsbanki approche alors le gouvernement islandais et la BCI pour un prêt d'un montant de 200 millions de pounds mais se voit refuser celui-ci (Carey, 2009).

Kaupthing, également en difficulté avec sa filiale anglaise Kaupthing Singer Friedland (KSF), approche à son tour la BCI qui accepte de prêter 500 millions d'euros jugeant le collatéral proposé de meilleure qualité et une chance de survie supérieure à Landsbanki (Carey, 2009).

Pendant le weekend du 4 et 5 octobre, les dirigeants des trois banques tentent de convaincre le gouvernement en leur présentant différents plans de survie. Cependant, ceux-ci sont jugés non réalistes et le lundi 6 octobre, le FME passe une loi d'urgence, lui permettant d'intervenir

⁴⁴ Remboursement de prêts arrivant à échéance à la mi-octobre (Benediktsdottir & al., 2009).

dans les opérations des banques et d'en prendre le contrôle. Le jour d'après, le FME prend le contrôle de Landsbanki et de Glitnir (Carey, 2009).

Le mercredi 8 octobre, les autorités britanniques, inquiètes par la tournure des événements, utilisent une clause dans l'Anti-Terrorism, Crime & Security Act de 2001 afin de geler les actifs de Landsbanki au Royaume-Uni. Ainsi, l'Islande se retrouve sur une liste comportant notamment Al Qaida (Danielsson & Zoega, 2009). Le même jour, le FSA détermine que la filiale anglaise KSF ne respecte pas les régulations de liquidités et l'empêche d'accepter des dépôts et la met sous tutelle. Ceci précipite la faillite de la dernière banque Kaupthing qui passe sous le contrôle du FME comme les deux autres banques (Carey, 2009).

Historiquement, la chute conjointe des 3 banques est la 3^{ème} plus importante en terme d'actifs totaux s'élevant à 182 milliards de dollars trois mois avant la chute des banques début octobre, derrière Lehman Brothers (691 milliards de dollars) et Washington Mutual (328 milliards de dollars), également en 2008, alors que le pays a une population d'à peine 330 000 habitants (Benediktsdottir & al., 2011).

L'Islande est l'une des premières victimes de la crise financière mondiale comme l'explique le 2 décembre 2008 Poul Thomsen, le chef de mission du FMI pour l'Islande à l'époque :

« When confidence problems⁴⁵ intensified this fall, Iceland was one of the first victims because the market realized that the banking system was far too big relative to the size of the economy. As investors started to pull out, it quickly spilled over into trouble for the Icelandic króna. Within a week the three banks collapsed, the króna's value dropped by more than 70 percent, and the stock market lost more than 80 percent of its value. For a small economy that is totally dependent on imports, this was a crisis of huge proportions. » (FMI, 2008d)

Comme l'indique cette citation, la crise islandaise est sévère. Pour regagner la confiance des agents économiques et stabiliser au plus vite son économie à un coût raisonnable, l'Islande n'a d'autre choix que de se tourner vers le FMI (Carey, 2009).

⁴⁵ Problèmes de confiance quant au refinancement des banques.

4 Le relèvement

4.1 Plan du FMI et ses objectifs

Le 19 novembre 2008, l'Islande signe un Stand-By Arrangement (SBA) avec le FMI qui consiste en un prêt sur une période de 2 ans, de 2,1 milliards⁴⁶ de dollars du FMI et 3,2 milliards de dollars venant de créditeurs étrangers dont la Pologne et d'autres pays nordiques (FMI, 2010a).

Le programme du FMI verse directement 827 millions de dollars et le reste en 8 versements égaux de 155 millions de dollars sujets à des examens trimestriels pour vérifier le respect des objectifs. Ce prêt correspond à une estimation de 42% du déficit de financement du pays sur la période 2008 à 2010, le reste étant financé par les créditeurs bilatéraux officiels mentionnés ci-dessus (FMI, 2008b).

Les trois préoccupations principales du FMI et objectifs qui en découlent sont les suivants :

- 1) Stabilisation du taux de change : une large partie de la dette en Islande est liée au taux de change ou indexé à l'inflation. Une dépréciation supplémentaire pourrait avoir de sévères conséquences sur le secteur réel et sur les bilans et pourrait également déclencher une vague de défaut dans le secteur des entreprises et des ménages (FMI, 2008c).

Pour stabiliser la couronne, l'Islande adopte une politique monétaire restrictive combinée à des restrictions sur les sorties de capitaux qui resteront en place jusqu'à ce que la situation se stabilise (FMI, 2008d).

- 2) Restructuration du secteur bancaire : l'objectif est de promouvoir un secteur bancaire domestique viable et sauvegarder les relations financières internationales (FMI, 2008b).

⁴⁶ 1190% de la quote-part islandaise (FMI, 2010a). « Les quotes-parts représentent une composante essentielle des ressources financière du FMI. Chaque pays membre se voit attribuer une quote-part en fonction de sa position relative dans l'économie mondiale. La quote-part d'un pays membre détermine le montant maximum de ressources financières qu'il s'engage à fournir au FMI et le nombre de voix qui lui est attribué, et détermine le montant de l'aide financière qu'il peut obtenir du FMI (FMI, 2016). »

- 3) Consolidation fiscale au moyen terme : la restructuration bancaire⁴⁷ a, du jour au lendemain, quasiment doublé les engagements financiers du secteur public passant de 51% à 97,4% du PIB de 2007 à 2008 comme on peut le voir dans le tableau 2.5.

Dans un premier temps, l'Islande sera autorisée à utiliser, ce qu'on appelle dans le jargon des économistes, des « stabilisateurs automatiques ». Il s'agit donc de laisser le déficit augmenter plutôt que de se serrer la ceinture afin d'aider à amortir la récession et retarder les mesures fiscales à partir de 2010 lorsque la récession aura atteint son point le plus bas (FMI, 2008c)

4.2 Restructuration bancaire

Suite à l'effondrement du système bancaire, conformément à la loi d'urgence, les trois grandes banques commerciales, Kaupthing Bank, Landsbanki et Glitnir Bank, ont été reprises par le FME et divisées en « anciennes » et « nouvelles » banques, les « anciennes » banques étant placées sous la supervision de leurs comités de résolution respectif (FME, 2009).

Les « nouvelles » banques, capitalisées par le gouvernement, reprennent les activités domestiques des banques en faillite permettant au système de paiement national de fonctionner tandis que les activités étrangères sont attribuées aux « anciennes » banques afin de liquider leurs actifs (FMI, 2008e).

Pour limiter les coûts pour le secteur public, les créanciers des nouvelles banques nationales se sont vus offrir la possibilité de convertir leurs créances en participations. Ceux-ci deviennent ainsi actionnaires de deux des nouvelles banques et la troisième reste la propriété du gouvernement (FMI, 2012).

Ainsi, un nouveau système bancaire sensiblement plus petit émerge de la crise. En 2011, les actifs consolidés des banques ne représentent plus qu'un cinquième de la taille avant la crise, soit 200% du PIB (FMI, 2011b).

⁴⁷ Les coûts pour l'Etat de la restructuration bancaire comprennent la capitalisation des nouvelles banques, la compensation des déposants étrangers assurés et la recapitalisation de la BCI (FMI, 2008e).

La reconstruction du système bancaire islandais, axé sur le marché domestique, est très avancé moins de 5 ans après la faillite des trois grosses banques comme en témoignent le discours de Már Guðmundsson, gouverneur de la BCI, à Paris le 28 février 2013 :

« The new domestic banks, which were built on the ashes of the three failing cross-border banks, are profitable, well capitalised⁴⁸, liquid, and with non-performing loan ratios that, although still high due the crisis, are falling to normal levels as private sector debt restructuring progresses and the economy recovers ».

Les « anciennes » banques quant à elles, liquident leurs actifs et essayent de limiter le plus possible les pertes des créanciers étrangers. Le FMI estime tout de même que la perte totale s'élève à environ 47 milliards d'euros pour les créanciers étrangers des banques (Darvas, 2011).

En outre, la BCI a également subi des pertes car elle a fourni un soutien massif aux banques avant la crise comme on a pu le voir dans le point 1.1.4. Ce soutien atteint environ un tiers du PIB à la mi-2008. Par conséquent, la BCI a eu besoin d'une importante recapitalisation du gouvernement à hauteur de 1,2 milliard d'euros (Benediktsdottir & al., 2011; Darvas, 2011).

4.3 Evolution de l'économie

4.3.1 Dynamique de l'économie réelle

Suite à la crise, le taux de croissance du PIB est négatif en Islande avec -6,5%⁴⁹ et -3,6% respectivement pendant les années 2009 et 2010 comme on peut le voir dans le tableau 2.4. En 2009, ceci est dû à une baisse substantielle de plus de 19% de la demande domestique liée à une diminution de 47,8% des investissements et de 12,6% de la consommation privée. En outre, cette baisse se ressent directement dans les importations qui pour la même année chutent de 22,4%. On peut faire le lien directement avec la dépréciation extrême du taux de change rendant les importations plus chères. On peut remarquer la dépréciation sur la figure 2.11 avec le taux de change de la couronne islandaise par rapport à l'euro « côté à

⁴⁸ Les exigences de fonds propres ont été relevées lors de la restructuration bancaire à 12% pour le ratio Tier 1 (FMI, 2012).

⁴⁹ En 2009, la crise est moins sévère qu'attendu avec une baisse du PIB de 6,5% au lieu des 9,5% anticipés par le FMI (FMI, 2009).

l'incertain » ou à la figure 4.1 dans la suite de ce chapitre avec le taux de change réel de la couronne islandaise « côté au certain ». Le taux de change se stabilise à partir de fin 2009. L'Islande recommence à connaître une croissance de 2% en 2011 et 1,3% en 2012 grâce à des investissements et une consommation privée en croissance. C'est particulièrement le cas pour les investissements de 2011 qui augmentent de 11,6%.

La stabilité des prix est également fortement perturbée au lendemain de la crise en dépassant les 18% fin 2008 comme on peut le voir sur la figure 2.11. Une forte inflation représente un risque inquiétant pour les ménages quand on sait qu'une part substantielle de leur endettement est indexée à l'inflation⁵⁰. Cependant, comme on peut le voir, l'inflation est rapidement maîtrisée et approche même en novembre 2010 la cible de 2½ % de la BCI. D'après la quatrième revue du programme d'aide du FMI (2011), cette baisse rapide est due à la stabilisation de la couronne islandaise et une baisse des anticipations d'inflation.

Le chômage, quant à lui, explose et passe d'environ 2% début 2008 à plus de 7% mi-2009. Comme on peut le voir sur la figure 2.10, il approche les 8% fin 2010 avant de commencer à baisser début 2011 et avoisine les 5,5% fin 2012. Malgré que la tendance du chômage soit à la baisse, il reste relativement haut selon le rapport d'article IV de 2012 du FMI (2012a) qui considère que cela reste un challenge pour l'Islande.

4.3.2 La balance des paiements

Comme on peut le remarquer dans le tableau 2.6, le déficit de la balance courante islandaise diminue fortement par rapport à ceux jusqu'à 2008 mais reste tout de même de l'ordre de 9,6% pour 2009. A partir de 2010, ce déficit est déjà beaucoup moins inquiétant avec 6,6% pour la même année, 5,3% en 2011 et 4% en 2012.

Cette amélioration de la balance courante est due à une balance commerciale qui devient positive à partir de 2009 notamment avec des surplus de plus de 3,5% pour 2009 et 2010. C'est la dépréciation du taux de change de la couronne islandaise qui favorise les exportations avoisinant les 30% du PIB de 2009 à 2012 tandis que les importations relativement au PIB passe de 30,2% à 25,4% de 2008 à 2009 avant de croître chaque année pour atteindre 31,7% en 2012 et être légèrement en deçà du montant des exportations. En outre, d'après

⁵⁰ Au troisième trimestre de 2008, près de 65% de la dette des ménages est indexée à l'inflation (Carey, 2009).

Guðmundsson (2013), gouverneur de la BCI, les exportations étaient limitées à l'époque par des contraintes de capacité des industries exportatrices majeures que sont celles du poisson et des fonderies d'aluminium. On aurait pu voir des exportations plus importantes selon le gouverneur si les investissements avaient suivi.

Le compte des échanges des services contribue également à une amélioration de la balance courante avec des surplus relativement stable de 2009 à 2012 autour des 6% du PIB avec des exportations et importations qui augmentent plus ou moins au même rythme tout au long de la période. Cependant, alors que, avant 2008, le solde du compte des échanges de services était quasiment à l'équilibre, il dégager des surplus par la suite grâce à une augmentation des exportations plus forte relativement aux importations. A nouveau ici, on peut faire le lien directement avec la forte dépréciation du taux de change pendant toute l'année de 2008 avant de se stabiliser.

Finalement, il y a le déficit du compte des revenus d'investissements qui est très important en 2009 et 2010 avec respectivement 18,1% et 16,1% du PIB. Il baisse à 12,5% en 2011 et enfin 9,4% en 2012. Ces déficits sont dus à des dépenses très importantes relativement aux reçus qui passent de 21,3% à environ 9% du PIB de 2007 à 2008. Il y a derrière ces fortes dépenses, le montant significatif des intérêts à payer sur la dette extérieure islandaise.

Concernant le compte financier⁵¹, il connaît un déficit important de 40,3% du PIB en 2009 ce qui constitue en une sortie massive de capitaux de l'économie islandaise. On remarque que pour les années 2010 à 2012, le solde est, tantôt en déficit, tantôt en surplus mais cette fois-ci à des niveaux absolument pas inquiétants . Il y a là derrière les contrôles de capitaux mis en place avec l'aide du FMI qui vise à stabiliser la couronne islandaise en évitant une sortie massive des capitaux de l'économie islandaise.

Pour l'année 2009, ce sont des investissements directs nets négatifs de l'ordre de 17,1% du PIB et des autres investissements nets négatifs à hauteur de 31,2% du PIB qui causent ces sorties de capitaux tandis que les investissements de portefeuille sont positifs d'environ 10% du PIB. Pour les investissements directs, c'est clairement à cause d'une chute brutale par rapport aux niveaux pré-crise des investissements en Islande qui avoisine les 0% cette

⁵¹ A nouveau, ici on néglige le compte de capital dans notre analyse.

année-là. La sortie des capitaux que l'on voit dans la rubrique engagements (bkd) des autres investissements est due à une diminution de la rubrique « prêts » en Islande.

Comme on peut le voir sur la figure 2.14, cette stabilisation du compte financier permet à l'Islande de retrouver une position extérieure nette excluant les banques de dépôts en procédure de liquidation évoluant à un rythme stable et qui décroît même à partir de la fin de l'année 2008 passant d'une position extérieure nette négative de -78% à une de -28% du PIB fin 2012. Il peut paraître illogique que la position extérieure nette s'améliore malgré une sortie nette de capitaux⁵². Cependant, en dehors des transactions du compte financier, la valeur des actifs et des engagements externes peut changer en raison des variations des prix et des taux de change.

Concernant la position extérieure nette de l'Islande, il est intéressant d'exclure les avoirs et les engagements des « anciennes banques » qui sont en procédure de liquidation. En effet, les banques ont été autorisées à faire défaut sur leur dette extérieure sans aucune garantie de l'Etat (Benediktsdottir & al., 2011). Néanmoins, les actifs récupérés des banques en question serviront à rembourser les créanciers de ces banques.

En outre, on peut remarquer sur la figure 2.14, qu'à partir du 4^{ème} trimestre de 2008, les actifs étrangers chutent de manière beaucoup plus forte que les engagements étrangers à cause de la chute des banques et de la couronne islandaise d'après la BCI (2012).

Concernant les engagements financiers extérieurs de l'Islande, malgré qu'ils restent au-dessus des 200% du PIB jusqu'à fin 2012, le FMI considère, dans ses six revues, que l'endettement extérieur de l'Islande est soutenable.

A nouveau, pour l'année 2009, les erreurs nettes et omissions sont très importantes comme en 2008. Le même raisonnement développé dans l'analyse de la balance des paiements avant la crise⁵³ tient pour l'année 2009.

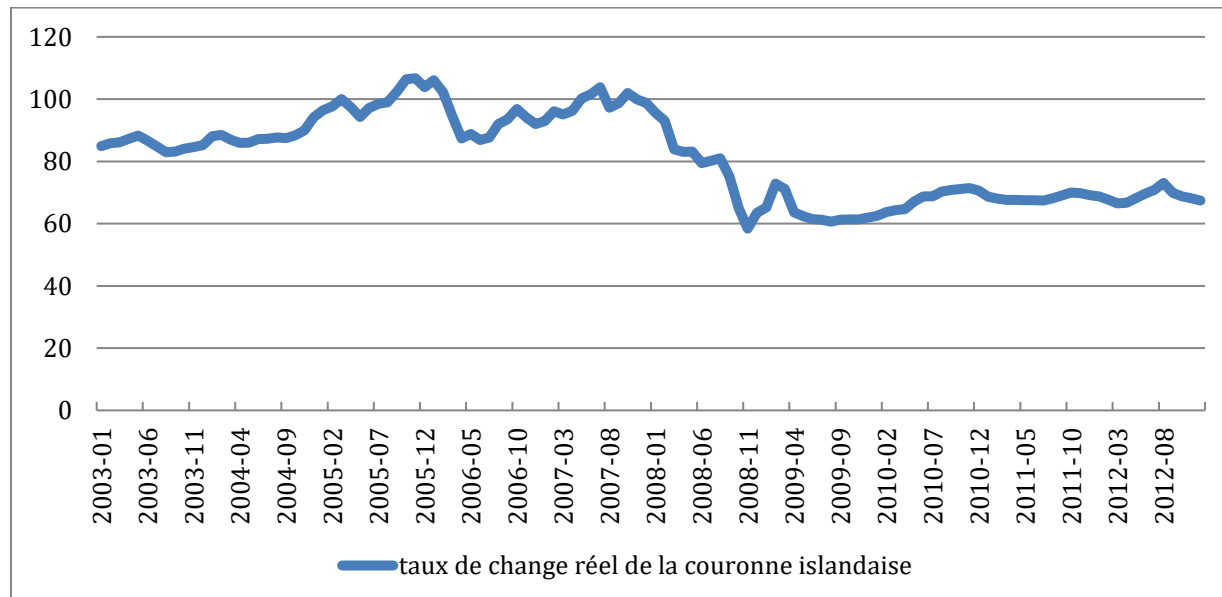
⁵² Malgré que pour les années 2010 et 2012, il y ait une entrée nette de capitaux comme on peut le voir dans le tableau 2.6, on considère que sur la période de 2009 à 2012, il y a une sortie nette vu les sorties nettes importantes de capitaux en 2009 de l'ordre de -40,3% du PIB.

⁵³ Voir point 2.2.6.

4.3.3 Les marchés financiers

Lorsque le secteur bancaire islandais s'écroule, la confiance disparaît et les investisseurs s'empressent de se débarrasser des investissements libellés en couronne islandaise. Ainsi, comme on peut le voir sur la figure 2.11 ou 4.1, la monnaie islandaise, qui avait commencé à se déprécier à la mi-2007, continue à chuter. En un an et demi, jusqu'à novembre 2008, la monnaie se déprécie de près de 50 points comme on peut le remarquer sur la figure 4.1. Il s'agit donc d'une double crise, une crise bancaire et une crise de change. Comme mentionné plus tôt, il devient impératif de stabiliser la couronne pour éviter une détérioration supplémentaire des bilans des ménages et entreprises. Grâce à une politique monétaire restrictive et des contrôles de capitaux, la BCI parvient à rapidement stabiliser la couronne à un niveau compétitif. D'après le FMI (2012), les contrôles de capitaux ont eu un rôle crucial dans cette stabilisation et permis d'éviter une transformation rapide des actifs en couronne islandaise détenus par des non résidents. Suite aux opérations de « carry trade », ceux-ci étaient très importants.

Figure 4.1 : taux de change réel⁵⁴ de la couronne islandaise⁵⁵ (indice, mars 2005 = 100)



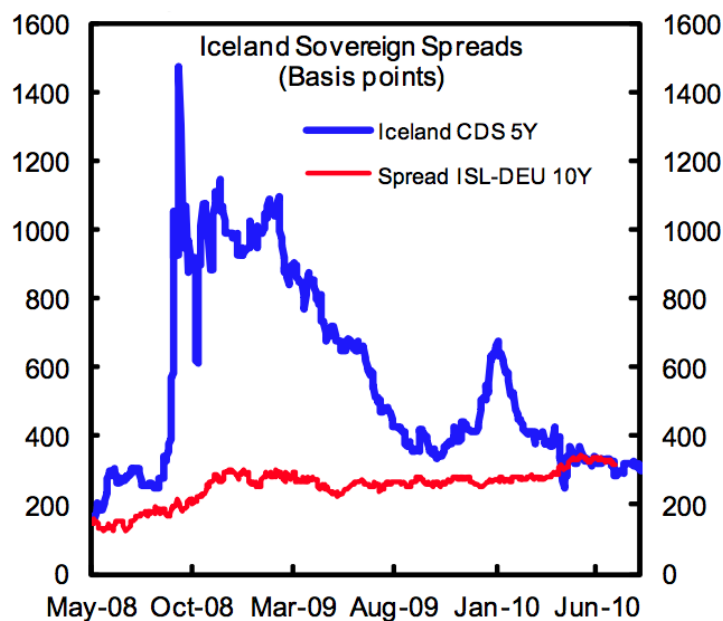
Source : BCI

⁵⁴ Le taux de change réel peut être défini comme l'évolution des prix à la consommation ou du coût unitaire de la main-d'œuvre dans un pays par rapport à ceux des pays de ses partenaires commerciaux, mesurée à partir d'une année de référence spécifique et dans la même monnaie (BCI, s.d.a)

⁵⁵ Le taux de change de la couronne islandaise est coté « au certain ». Ainsi, une augmentation de la valeur du taux de change indique une appréciation de la couronne islandaise. A l'inverse, une diminution de la valeur du taux de change indique une dépréciation de la couronne islandaise (Bodart, 2015).

Le CDS spread souverain est une manière de voir comment les marchés perçoivent le risque dans un pays. Le CDS spread sur la dette publique islandaise a, par exemple, fortement augmenté suite aux difficultés qu'a connu Landsbanki avec Icesave au Royaume-Uni comme on peut le remarquer sur la figure 4.2 avant octobre 2008 avec la ligne bleue. En effet, le CDS spread ira jusqu'à avoisiner les 1500 points de base. Il y a également eu une hausse substantielle du CDS spread souverain lorsque les agences de notation ont diminué la note de l'Islande en 2006⁵⁶ (FMI, 2010). Ainsi, avec l'impact de la crise sur la dette en Islande, le CDS spread reste aux alentours des 1000 points de base reflétant les craintes du marché. Cependant, la dynamique de la dette gouvernementale est rapidement sous contrôle et cela se remarque dans le CDS spread qui diminue et se stabilise à 250 points de base à partir d'octobre 2010. En outre, le FMI (2011b) précise que le CDS spread souverain n'est quasiment pas affecté par les développements dans les pays périphériques de la zone euro qui connaissent une crise de la dette souveraine à partir de début 2010 avec la Grèce.

Figure 4.2 : CDS Spread de l'Islande à 5 ans (en points de base)



Source : FMI (2010a)

Comme on peut le voir sur les figures 2.13 et 2.12, le marché immobilier et particulièrement le marché boursier connaissent une hausse substantielle avant la crise avant de chuter de manière drastique. A nouveau la chute est plus sévère pour la bourse. La bourse, qui avait

⁵⁶ Voir le point 1.1.3 (Sources de financement).

commencé à chuter à la mi-2007, vient se stabiliser à un niveau extrêmement bas relativement au pic atteint avant sa chute. Le marché de l'immobilier, quant à lui, se stabilise à partir de mi-2011 à un niveau en deçà de ceux de 2003. En outre, le FMI (2011a) qualifie le marché boursier de dormant en 2011 avant de révéler qu'il devient plus actif dans son rapport d'article IV de 2012.

4.3.4 Dette publique

Suite à la chute des banques, la dette brute souveraine explose, passant de 51% à 97,4% du PIB de fin 2007 à fin 2008 comme on peut le remarquer dans le tableau 2.5. Cette augmentation substantielle des engagements du gouvernement islandais est due à la capitalisation des « nouvelles » banques, la recapitalisation de la BCI et la compensation des déposants étrangers assurés par le système de garantie des dépôts islandais (FMI, 2008e). Cette augmentation considérable des engagements financiers du secteur public résulte en une dette nette pour le gouvernement islandais d'environ 25% du PIB fin 2008 et qui augmente fortement jusqu'à 45,6% du PIB en 2010 avant de connaître une croissance plus modérée. Il y a derrière cette croissance modérée l'utilisation des « stabilisateurs économiques » évoquées dans le point 4.1 visant à laisser le déficit public augmenter pour amortir la récession. Ces déficits sont particulièrement importants pour 2009 et 2010 où ils frôlent les 10% du PIB. A partir de 2011, ceux-ci sont plus modérés en raison d'une diminution des dépenses marquant le début de la consolidation fiscale pour l'Islande.

Malgré que la dette souveraine soit très importante, dans les six revues rédigées par le FMI dans le cadre de l'accord de confirmation, le FMI affirme que la dette est soutenable et sous contrôle. Comme on l'a vu dans le point 4.3.3 juste avant, les marchés financiers ont aussi confiance en la dette souveraine islandaise comme le reflète le CDS spread souverain sur la figure 4.2.

4.3.5 Secteur privé non financier

Pendant la dépréciation du taux de change, la dette du secteur privé augmente fortement et atteint les 357% du PIB fin 2008. Le chapitre 6 concernant l'analyse bilantaire de l'Islande

explique de manière plus précise d'où vient cette augmentation et l'impact que cela a eu sur les entreprises, les ménages étant moins impactés.

4.4 Bilan du programme d'aide du FMI

Dans son évaluation ex-post du programme paru en avril 2012, le FMI considère que les objectifs principaux du programme sont atteints.

Premièrement, le taux de change s'est stabilisé. Après la forte dépréciation avant et pendant la crise, la couronne islandaise s'est stabilisée à un niveau compétitif, évitant une nouvelle détérioration des bilans des secteurs privé et public, ce qui aurait eu un impact négatif sur la demande intérieure. Le contrôle des capitaux fut essentiel dans la stabilisation de la monnaie et l'amélioration progressive de la confiance des investisseurs et l'ajustement ordonné du compte courant ont permis aux autorités de libéraliser progressivement les contrôles.

Deuxièmement, les finances publiques sont sur une trajectoire durable.

Troisièmement, le système bancaire a été considérablement réduit et détient désormais des actifs d'environ 200% du PIB (contre environ 1000% du PIB avant la crise), avec une participation importante du secteur privé dans la restructuration. Enfin, la restructuration de la dette des ménages et des entreprises progresse, ce qui aidera à rétablir les bilans des banques et du secteur privé.

Le FMI a donc joué un rôle clé dans le relèvement de l'Islande qui aurait pu connaître un tout autre chemin si le FMI n'était pas intervenu et aurait pu être celui décrit par Poul Thomsen⁵⁷ lors d'une interview le 2 décembre 2008 (FMI, 2008d) :

« The alternative would have been, I am convinced, further significant decline in the value of the króna. Significant strain on household that have their mortgages fixed in foreign exchange; a wave of defaults in the corporate sector that has loans fixed in foreign exchange; a much higher increase in unemployment; and an even bigger decline in GDP than the 10 percent currently predicted. »

⁵⁷ Il s'agit du chef de mission du FMI pour l'Islande à l'époque.

Partie 2 : l'approche bilantaire des crises de balance des paiements

Cette deuxième partie vise à expliquer l'approche bilantaire des crises de balance des paiements développée par les économistes du Fonds Monétaire International dans le chapitre 5 et nous permettra de l'utiliser comme outil pour l'appliquer au cas islandais dans le chapitre 6.

5 L'approche bilantaire du FMI

L'ensemble de cette partie est basée sur les documents « Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises », Occasional paper 240 (2005) et « A Balance Sheet Approach to Financial Crisis », Working paper 02/210 (2002) tout les deux préparés par les économistes du FMI.

On reconnaît de plus en plus que l'approche de la programmation financière traditionnelle n'explique peut-être pas entièrement certaines des dynamiques qui sous-tendent les crises du compte de capital d'aujourd'hui. Son analyse, axée sur les flux, met l'accent sur l'accumulation progressive de positions budgétaires et courantes non viables. L'approche bilantaire (en anglais « Balance Sheet Approach », BSA), en revanche, se concentre sur les chocs sur les stocks d'actifs et de passifs qui peuvent déclencher d'importants ajustements des flux de capital. Une telle approche peut donc être un complément utile aux analyses de flux traditionnelles. En effet, les universitaires et les décideurs ont porté une attention croissante au développement ultérieur de la BSA à la suite des crises du compte de capital des années 90⁵⁸.

5.1 Les concepts de la BSA

Une économie peut être considérée comme un système stylisé des bilans de tous ses agents. Contrairement à l'analyse plus traditionnelle d'une économie qui considère les flux sur une période définie, tels que la production annuelle, le solde budgétaire, le solde du compte courant ou les flux d'investissement, une analyse du bilan examine les stocks d'actifs et de

⁵⁸ Crise économique mexicaine ou « crise Tequila » en 1994, crise des pays de l'Asie du sud-est en 1997, etc.

passifs, comme la dette, les réserves de change, les prêts en cours et les stocks à un moment donné. Évidemment, les deux approches sont inter-reliées, car la différence, à deux dates différentes d'une variable de stock, est liée au flux dans la période qui les sépare⁵⁹.

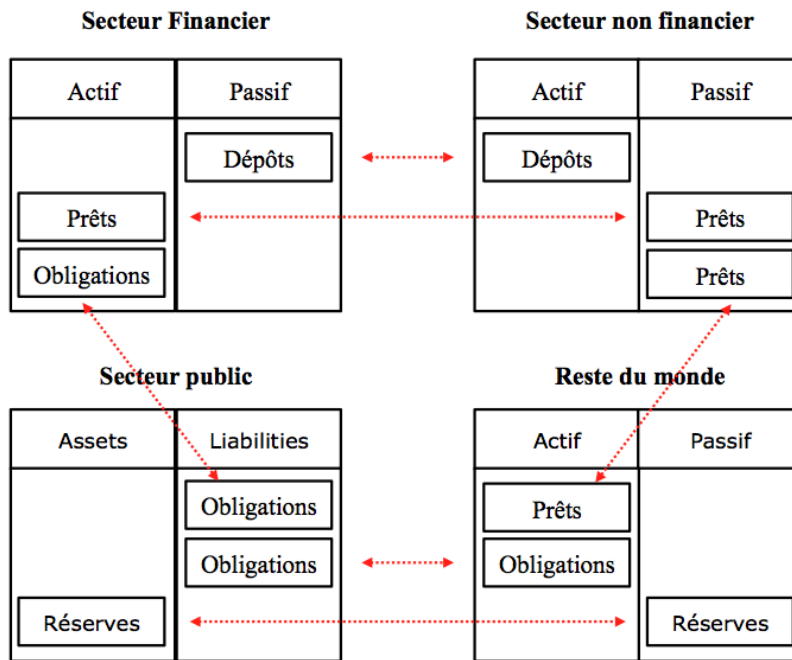
Dans un premier temps, on peut identifier les principaux bilans sectoriels d'une économie: le secteur public (y compris la banque centrale), le secteur financier privé (principalement les banques) et le secteur non financier (entreprises et ménages)⁶⁰. Ces secteurs ont des créances et des engagements l'un envers l'autre et envers des entités externes (non-résidents). Lors de la consolidation des bilans sectoriels dans le bilan du pays, les actifs et les passifs détenus entre les résidents s'ajustent, laissant la balance extérieure du pays vis-à-vis du reste du monde (non-résidents)⁶¹. La figure 5.1 montre un système stylisé de ces comptes, qui exclut les actifs et les passifs non financiers. Il illustre comment les engagements d'un secteur sont par définition les créances d'un autre secteur, et vice versa.

⁵⁹ L'évolution d'un stock est une combinaison de changements dans l'évaluation du stock d'actifs et de passifs existant et d'ajouts nets au stock des flux au cours de la période précédente.

⁶⁰ Pour les besoins de l'analyse qui suit, il est très important de distinguer les actifs qui, en cas de crise, sont sous le contrôle des autorités du pays de ceux qui sont contrôlés par le secteur privé. Pour simplifier la présentation, la séparation entre le gouvernement et la banque centrale n'est donc pas mise en évidence. La distinction entre les autorités monétaires et fiscales - qui fait partie des directives statistiques internationalement acceptées - est évidemment importante à bien d'autres fins, notamment pour refléter l'indépendance de la banque centrale et les prêts du FMI à l'autorité monétaire d'un pays contrairement à son autorité fiscale.

⁶¹ Il s'agit de la position extérieure nette d'un pays, c'est-à-dire la différence entre ses actifs financiers et ses engagements financiers.

Figure 5.1 : bilans sectoriels et leurs principales interconnexions



Source : FMI (2005a)

Les bilans sectoriels fournissent des informations importantes qui restent cachées dans le bilan consolidé du pays. Le bilan d'un pays peut montrer l'ampleur potentielle de la vulnérabilité aux inversions de flux de financement externe, mais il est souvent inadéquat pour examiner la genèse de tels renversements. Les faiblesses de certains bilans sectoriels peuvent contribuer à la création d'une crise de la balance des paiements à l'échelle du pays, mais elles peuvent ne pas apparaître dans le bilan global d'un pays. Un exemple important est la dette en devises entre résidents, qui est déduite du bilan agrégé d'un pays. Néanmoins, si le gouvernement est incapable de rembourser ses dettes en devise aux résidents et doit puiser dans ses réserves pour honorer ses dettes, de telles dettes peuvent déclencher une crise de la balance des paiements extérieure. Le risque que les difficultés à refinancer la dette intérieure puissent engendrer une crise de balance des paiements est particulièrement aigu dans un monde où les comptes de capitaux ont été libéralisés. Ces risques sont renforcés si les difficultés d'un secteur peuvent se répercuter sur des secteurs sains en raison des interconnexions financières.

Quatre types généraux de risques méritent d'être soulignés lors de l'évaluation des faiblesses du bilan: l'échéance, la devise, la structure du capital⁶² et la solvabilité. Les asymétries des échéances et de devises créent une exposition à certaines sources de risque, notamment les risques de marché tels qu'un changement dans les taux d'intérêt ou les taux de change, tandis que l'inadéquation de la structure du capital réduit la capacité d'un pays à résister à ces risques. Toutes ces disparités créent des vulnérabilités qui peuvent conduire directement au risque de solvabilité, bien que le risque de solvabilité puisse également provenir d'autres sources⁶³.

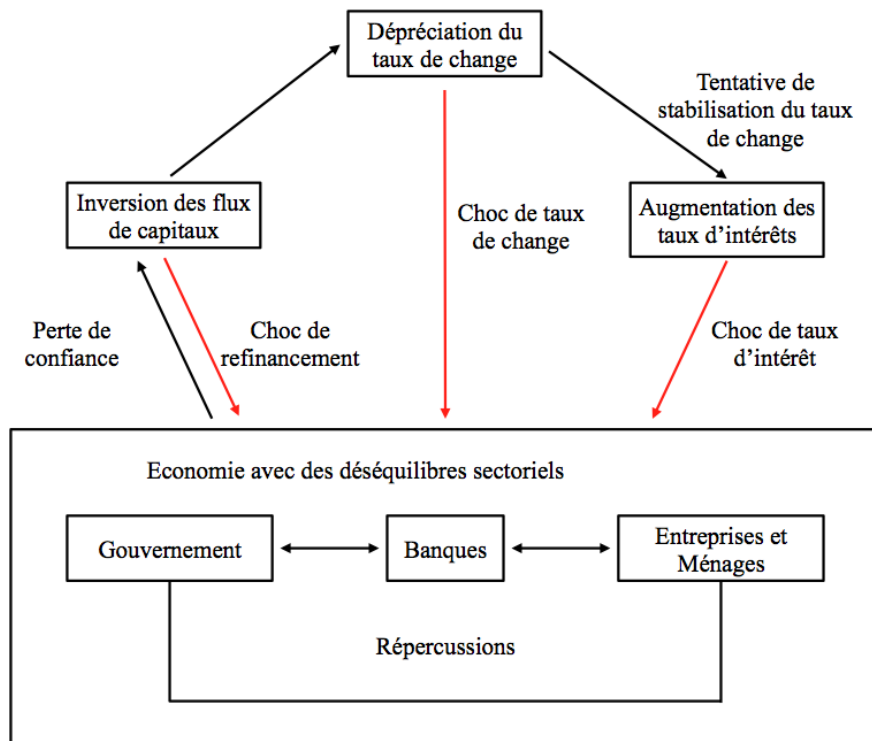
5.2 L'anatomie de récentes crises de bilans

Les crises du compte de capital surviennent généralement lorsque les créanciers perdent soudainement confiance dans la santé des bilans de l'un des principaux secteurs d'un pays : le système bancaire, le secteur des entreprises ou le gouvernement. Cette perte de confiance peut entraîner des ajustements de portefeuille soudains et de grande ampleur, tels que des retraits massifs de dépôts bancaires, des paniques de vente de titres ou des interruptions soudaines de refinancement de la dette. À mesure que le taux de change, les taux d'intérêt et les autres prix des actifs s'ajustent, les bilans de tout un secteur, qui peut être largement solvable en l'absence de ces événements défavorables, peuvent fortement se dégrader. Dans un système financier intégré et avec un compte de capital ouvert, les préoccupations concernant la qualité des actifs sur les bilans intérieurs peuvent inciter les créanciers à se tourner vers des actifs étrangers (plus sûrs). Cela se traduira souvent par des sorties de capitaux qui exercent une pression supplémentaire sur le taux de change ou les réserves officielles et aboutissent finalement à une crise de la balance des paiements. Les mécanismes qui sous-tendent ces crises de bilan sont illustrés à la figure 5.2 :

⁶² La structure du capital fait référence à l'équilibre entre la dette et les capitaux propres.

⁶³ Ce n'est pas une liste exhaustive des risques pour un bilan. De plus, il existe d'autres moyens de répartir différents types de risques bilanciaux que ceux évoqués dans le présent document: par exemple, les risques de refinancement, les risques de marché (risque de change et de taux d'intérêt), le risque de crédit, risques opérationnels et risques de solvabilité. La catégorisation présentée ici a l'avantage de mettre en évidence les discordances sous-jacentes qui créent des sources de vulnérabilité du point de vue du débiteur.

Figure 5.2 : anatomie d'une crise bilantaire



Source : FMI (2005a)

Ces mécanismes sont examinés plus en détail ci-dessous. Le choc initial d'un bilan peut prendre différentes formes, son impact dépendant des déséquilibres existants sur le bilan. Plusieurs tendances peuvent être détectées dans les crises du compte de capital des années 90:

- Une asymétrie monétaire : une prédominance des actifs libellés en monnaie nationale par rapport aux passifs libellés en devises rend un bilan vulnérable à une dépréciation de la monnaie nationale (choc des taux de change).
- Une asymétrie des échéances : des actifs non liquides à long terme incompatibles avec des passifs court terme exposent un bilan aux risques liés au refinancement et aux taux d'intérêt: si les actifs liquides ne couvrent pas les dettes arrivant à maturité, un bilan est vulnérable au risque de refinancement, car les économies émergentes peuvent se retrouver complètement exclues des marchés de capitaux. En outre, une forte hausse des taux d'intérêt (choc des taux d'intérêt) peut considérablement augmenter le coût du refinancement des engagements à court terme, entraînant une augmentation rapide du service de la dette.

- Les autres risques de marché comprennent toute forte baisse du prix des actifs tels que les obligations d'État, les biens immobiliers ou les actions, auxquels les bilans d'un certain secteur peuvent être particulièrement exposés.

Chacun des chocs ci-dessus peut entraîner une détérioration de la valeur des actifs d'un secteur par rapport à ses passifs et donc une réduction de sa valeur nette. Dans le cas extrême, cette valeur nette peut devenir négative et le secteur devient insolvable. Plus la structure du capital d'un bilan est déséquilibrée (trop de dettes par rapport aux capitaux propres), plus sa marge de manœuvre contre un tel événement est faible.

Des bilans solides protègent contre les chocs réels et financiers. De nombreux chocs proviennent de l'économie réelle. Par exemple, un effondrement de la demande de produits de base ou d'un autre produit d'exportation majeur d'un pays entraînera une détérioration des revenus des entreprises ou des recettes publiques. Cela entraînera une réévaluation de la solidité financière de ces secteurs et donc une réévaluation de la valeur de marché de leur dette et des autres actifs. De tels chocs réels sont particulièrement dangereux lorsqu'ils sont associés à des vulnérabilités financières, car un choc réel est souvent corrélé à un accès au marché réduit. L'impact du choc des prix des produits de base de 1998, par exemple, a été amplifié dans des pays comme la Russie, où les asymétries d'échéances ont rendu les bilans vulnérables au risque de refinancement et aux chocs de taux d'intérêt.

Les asymétries des échéances et asymétries monétaires sont parfois cachées dans des titres de créance indexés ou à taux variable, ce qui rend ces disparités moins évidentes. Dans certains marchés d'économies émergentes, les passifs peuvent être formellement libellés en monnaie locale, mais indexés au taux de change. De même, la maturité d'un actif peut être longue, mais le taux d'intérêt peut être flottant. Cette indexation crée souvent les mêmes asymétries que si la dette était libellée en monnaie étrangère ou si l'échéance était aussi courte que la fréquence des ajustements de taux d'intérêt.

Les activités hors bilan peuvent modifier considérablement l'exposition globale au risque. Les transactions financières telles que les contrats à terme de gré à gré, les contrats à terme standardisés, les swaps et autres produits dérivés ne sont pas comptabilisés dans les bilans, mais impliquent des flux futurs prédéterminés ou éventuels qui les affecteront éventuellement. De telles transactions peuvent être utilisées pour réduire efficacement le risque créé par les

déséquilibres de bilan: par exemple, les sociétés ayant une asymétrie de devises étrangères peuvent conclure des contrats de change à terme afin de réduire leur exposition au risque de change. De même, les activités hors bilan accroissent l'exposition au risque lorsqu'elles ne sont pas utilisées pour se couvrir (en prenant une position négativement corrélée à un risque de bilan existant), mais pour spéculer, ou, dans le cas particulier de l'autorité monétaire, pour soutenir la monnaie nationale contre les pressions du marché.

Les problèmes de bilan dans un secteur peuvent se propager dans d'autres secteurs, ce qui fait souvent boule de neige dans le processus. Les crises de bilan peuvent provenir du secteur des entreprises (comme dans certains pays d'Asie en 1997-98) ou du secteur fiscal (comme en Russie en 1998, en Turquie en 2001 et dans certains pays d'Amérique latine), avec le secteur bancaire jouant un rôle clé dans la transmission de tous ces épisodes. Si un choc fait en sorte que le secteur privé ou le gouvernement ne soit pas en mesure de faire face à ses obligations, un autre secteur, généralement le secteur bancaire, perd ses créances. De même, si les banques resserrent leurs prêts pour éviter la détérioration de leur portefeuille d'actifs, cela complique davantage la situation d'un secteur des entreprises ou d'un gouvernement qui a désespérément besoin d'un nouveau financement ou d'un refinancement de sa dette. En raison de ces répercussions, les problèmes de bilan ont tendance à faire boule de neige puisqu'ils se propagent d'un secteur à l'autre.

Une perte de confiance dans le système bancaire entraîne souvent non seulement une ruée sur les dépôts, mais aussi une fuite de la monnaie. Les autorités peuvent augmenter les liquidités ou abaisser les taux d'intérêt pour soutenir le système bancaire en difficulté, tandis que les déposants peuvent chercher à protéger leur épargne en la changeant en actifs en devises. Les deux créent une pression sur le taux de change. Cependant, un taux de change déprécié affaiblit davantage les actifs d'un secteur bancaire qui a une asymétrie monétaire dans son bilan. Ainsi, les crises bancaire et de change (crise de la balance des paiements) peuvent se renforcer mutuellement, créant les « twin crises » fréquemment observées dans le passé.

Bien qu'une crise puisse ne pas provenir du bilan du gouvernement, elle risque de s'y étendre, en partie à cause des passifs contingents. Par exemple, l'intégrité du système bancaire est souvent explicitement ou implicitement garantie par le gouvernement. En cas de crise, de tels engagements contingents (hors bilan) deviennent des passifs (bilantaires) définis, aggravant encore la détérioration du bilan du gouvernement et les pressions budgétaires engendrées par

les perturbations macroéconomiques résultant de la crise. Des engagements contingents peuvent même exister pour renflouer des sociétés, en particulier lorsque les gouvernements sont impliqués dans leurs décisions d'investissement et d'emprunt. En outre, les autorités monétaires peuvent être engagées dans des contrats à terme de gré à gré et d'autres opérations hors bilan, ce qui peut entraîner d'importants prélèvements sur leurs actifs en devises.

L'interaction entre les bilans financiers amplifie également l'impact négatif d'un choc sur les niveaux de production réels. Les réductions autonomes des investissements par les entreprises pour restaurer la santé financière de leurs bilans sont généralement aggravées par une réduction forcée du crédit des banques en difficulté et une baisse de la consommation des ménages qui subissent un effet de richesse négatif. Tout cela peut contribuer à une forte baisse de la demande globale.

6 De la « Twin crises » à l'endettement public et affaiblissement du secteur privé islandais

L'approche bilantaire de l'Islande avant et pendant la crise vise à comprendre comment la perte de confiance dans un secteur (le secteur bancaire ici) affecte la solvabilité des autres secteurs dans l'économie.

6.1 La « mini-crise » de liquidités de 2007

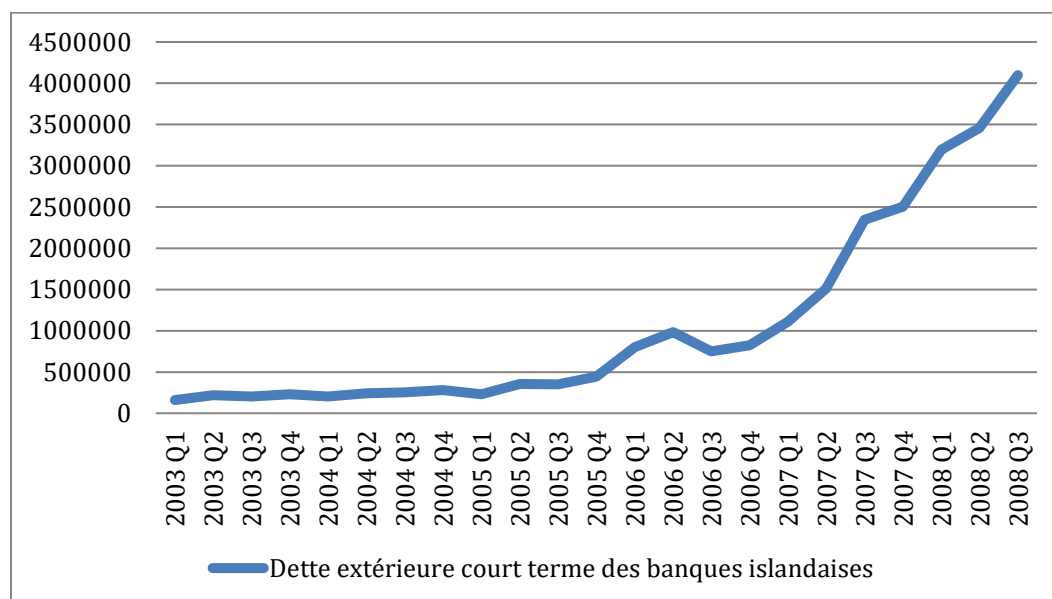
La genèse de la crise bancaire qu'a connue l'Islande en octobre 2008 a lieu lorsque les banques islandaises connaissent leur première « mini crise » de liquidités avec un accès au marché obligataire qui se complique en automne 2007. En effet, comme on a pu le voir dans le point 2.1.3 du chapitre 2, cela pousse les banques à développer les comptes de dépôts à l'étranger ainsi que le financement auprès de la BCI et de la BCE. Pour la suite de notre analyse bilantaire, deux éléments importants doivent être mis en évidence.

Premièrement, en faisant cela, les banques augmentent fortement leur financement court terme ce qui accentue leurs « asymétries d'échéances ». En effet, d'après Benediktsdottir & al. (2011) au lieu de 3 à 5 ans de maturité pour le financement sur le marché obligataire, la maturité des prêts octroyés en gage de collatéraux aux banques islandaises était en général d'une semaine bien que certains prêts pouvaient atteindre 6 mois de maturité. En outre, les

dépôts comme les prêts en gage de collatéraux sont sensibles aux changements des conditions du marché. Dans le cas des dépôts, on a le risque d'un retrait massif et pour les prêts collatéraux de court terme, on a le risque qu'il ne soit pas renouvelé.

Comme on peut le remarquer sur la figure 6.1, la dette extérieure à court terme des banques islandaises explose à partir du premier quadrimestre de 2007. Elle quadruple en l'espace d'un an, passant d'un peu plus de 800 milliards de couronnes islandaises début 2007 à environ 3200 milliards de couronnes islandaises au premier quadrimestre de l'année 2008. La dette extérieure à court terme grimpe encore de près de 1000 milliards jusqu'à avant la crise bancaire pour atteindre près de 4100 milliards de couronne islandaise en septembre 2008.

Figure 6.1 : Montant de la dette extérieure court terme des banques islandaises (en millions de couronne islandaise)



Source : BCI

En outre, l'absence d'un prêteur crédible de dernier recours en monnaie étrangère était l'un des talons d'Achille du système bancaire. Comme le montrent Calafell et del Bosque (2002) dans (Benediktsdottir & al., 2011), le ratio des réserves sur la dette extérieure court terme est un bon prédicteur d'une crise de change. Ce ratio n'était que d'environ 8% au moment de l'effondrement des banques, ce qui est largement inférieur au niveau de sécurité, par exemple celui de la règle Guidotti-Greenspan qui impose que les réserves soient égales à la dette extérieure à court terme (un an ou moins de maturité). Le tableau 6.1 ci-dessous montre le

ratio des réserves (hors or) sur la dette extérieure à court terme. A partir de 2004, On peut remarquer une baisse annuelle pour ne représenter que 8% de la dette extérieure de court terme du pays en 2008. Ceci met bien en évidence que la fragilité externe du pays reflétant la fragilité du secteur bancaire était responsable d'une partie considérable de l'endettement court terme externe du pays⁶⁴.

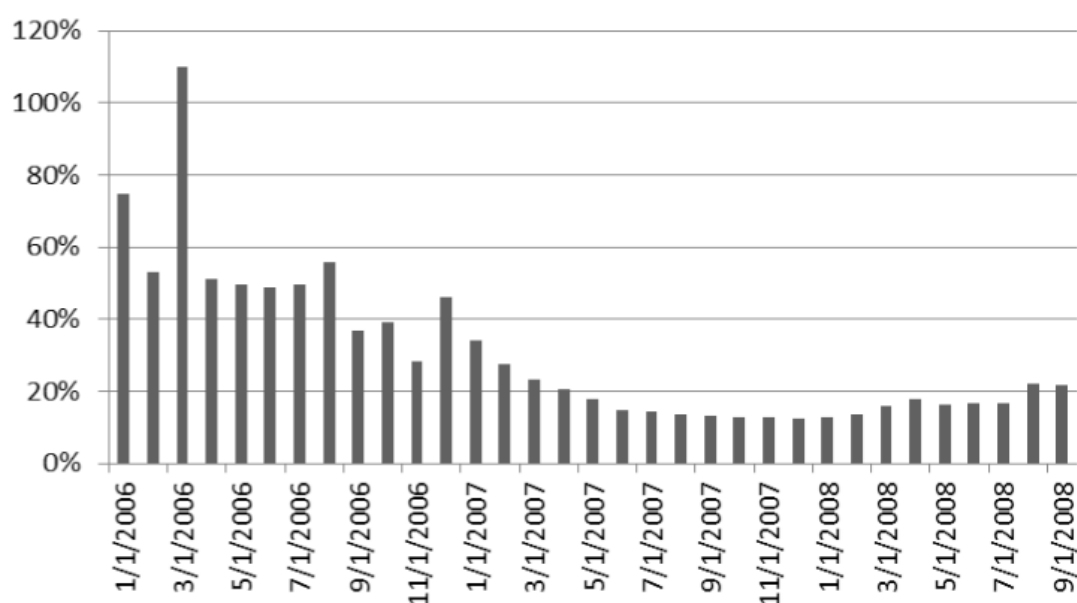
Tableau 6.1 : ratio des réserves sur la dette extérieure de court terme (en %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Réserves/dette extérieure court terme (en %)	33	47	26	13	10	8

Source : Benediktsdottir & al. (2011)

En outre, on a la figure 6.2 qui nous montre le ratio des réserves aux dépôts étrangers des banques islandaises. Clairement, la BCI n'avait pas les ressources pour arrêter un retrait massif sur ses succursales et filiales.

Figure 6.2 : ratio des réserves sur les dépôts étrangers



Source : Benediktsdottir & al. (2011)

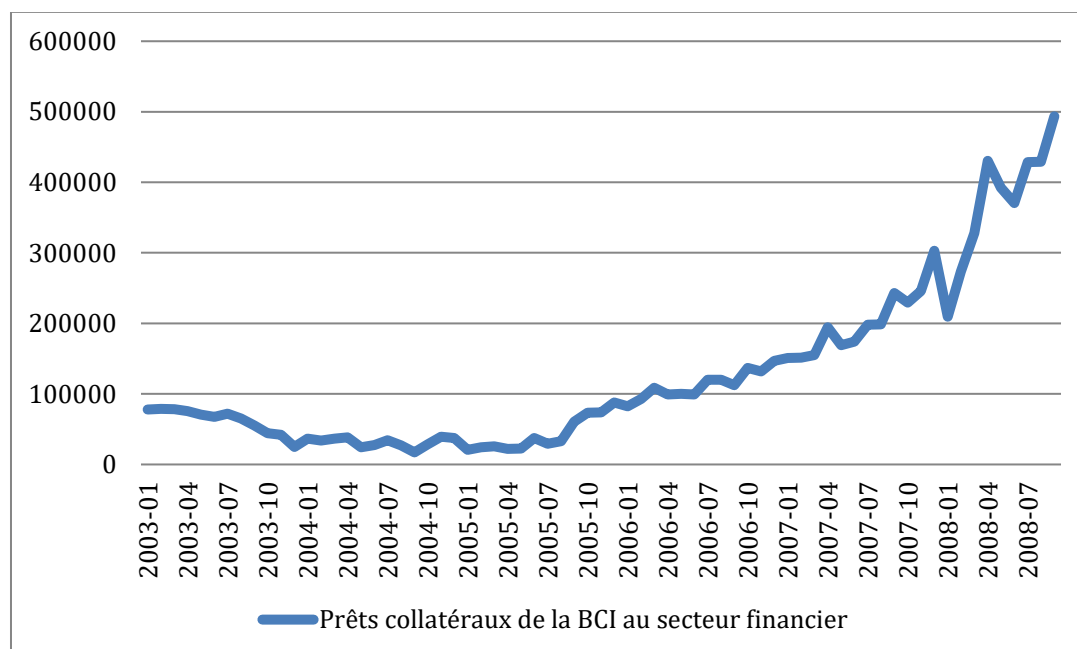
⁶⁴ Pour rappel : fin 2007, l'endettement extérieur brut du pays est de 560% du PIB et le secteur bancaire est responsable de 462% de l'endettement extérieur brut du PIB. Malgré qu'on a pas de chiffre quand à l'endettement extérieur brut court terme des banques, ces chiffres nous laisse penser que les banques étaient responsable d'une partie considérable de l'endettement extérieur court terme.

Deuxièmement, cela lie de manière directe la BCI à la santé financière des banques et engendre un risque de solvabilité pour la BCI.

Voici pourquoi : d'après Benediktsdottir & al. (2011) lors de leurs emprunts auprès de la BCI, les banques islandaises ont utilisé des obligations émises l'une par l'autre comme collatéral. Ces collatéraux étaient appelés «love letters». Vu que l'effondrement de l'une des trois grandes banques aurait presque certainement entraîné l'effondrement des deux banques restantes, cela équivalait à prêter sans aucun collatéral. Cela n'a toutefois pas été pris en compte lorsque la banque centrale a accepté les obligations émises par une banque en garantie d'un prêt accordé à une autre.

Comme on peut le voir sur la figure 6.3, la BCI a énormément soutenu les banques islandaises en monnaie domestique durant la période précédant la crise bancaire d'octobre 2008. Ces prêts en échange de collatéraux sont d'environ 150 milliards de couronne islandaise au début de l'année 2007 et passent à plus de 400 milliards de couronne islandaise à l'été 2008 avant d'atteindre près de 500 milliards de couronne islandaise (3,5 milliards d'euros) en septembre 2008.

Figure 6.3 : Montant des prêts collatéraux de la BCI au secteur financier (en millions de couronne islandaise)



Source : BCI

6.2 Ajustement des variables financières

Le début des inquiétudes quant au système bancaire islandais marque aussi le début de la dépréciation de la couronne islandaise comme on peut le voir sur la figure 4.1 et le début de la chute de la bourse islandaise et du prix réel du marché de l'immobilier avec les figures 2.12 et 2.13.

Bien que les banques ne soient pas menacées par les prêts hypothécaires comme aux Etats-Unis, ces inquiétudes portent sur, on le rappelle, un système bancaire de taille trop grande par rapport à l'économie et des banques trop dépendantes des financements de marché qui devient de plus en plus difficile d'accès.

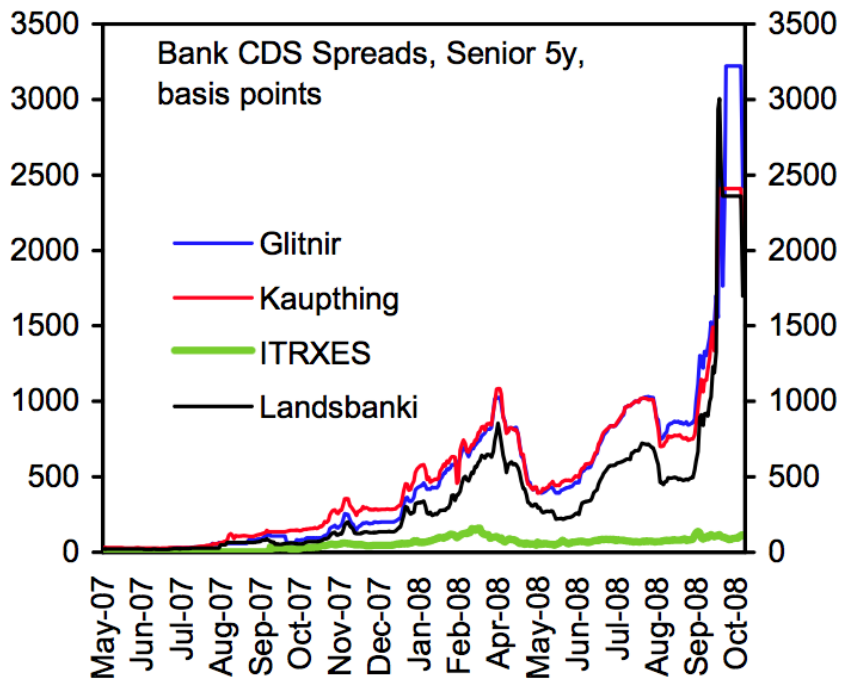
Il est assez évident que les craintes quant au système bancaire islandais aient causé la dépréciation du taux de change, certains événements précédant la crise bancaire d'octobre 2008 nous poussent à dire que ces inquiétudes ont largement contribué aux fuites de capitaux et à la dépréciation subséquente de la couronne islandaise. Nous allons maintenant brièvement expliquer l'un d'entre eux qui selon nous est le principal.

Premièrement, comme on a pu l'expliquer précédemment, les banques islandaises ont profité de larges volumes d'opérations de « carry-trade » lors de leur expansion. Ces afflux considérables de capitaux ont été possibles grâce à un différentiel de taux d'intérêts important entre la monnaie domestique et les devises, rendant les placements en couronne islandaise des investisseurs, ayant emprunté en devise, intéressants.

Ensuite, on a, au début de l'année 2008, la crise des liquidités qui continue à grandir, spécialement pour Landsbanki. En effet, comme on peut le voir sur la figure 2.3, entre le mois de janvier et avril 2008, il y a un retrait massif des dépôts auprès des succursales Icesave de Landsbanki (particulièrement au Royaume-Uni) pour un montant d'environ 2 milliards d'euros.

Les marchés financiers réagissent à ces problèmes de liquidités que connaissent les banques islandaises comme en témoigne le graphique 6.4 où le CDS spread de Glitnir et Landsbanki dépasse les 1000 points de base en avril 2008 tandis que celui de Kaupthing approche ce niveau.

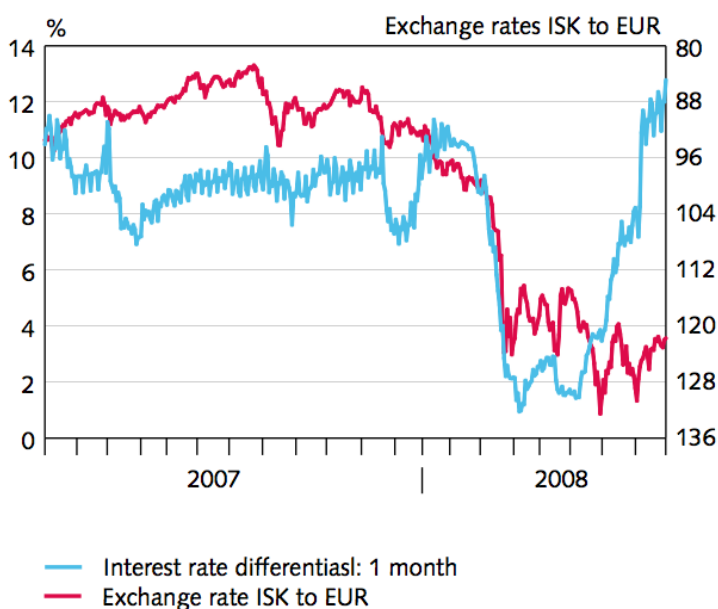
Figure 6.4 : CDS spread des principales banques islandaises



Source : FMI (2008e)

En conséquence, comme on peut le remarquer sur la figure 6.5, l'augmentation de la prime de risque des banques diminue fortement le différentiel de taux d'intérêt à partir de février 2008.

Figure 6.5 : différentiel de taux d'intérêt par rapport à l'euro (en bleu ciel avec l'axe de gauche en %)



Source : Benediktsdottir & al. (2009)

Ainsi, les opérations de « carry-trade » deviennent moins intéressantes et de cette manière, l'Islande connaît des sorties de capitaux venant affaiblir la couronne islandaise.

Parallèlement à cela, il y a la chute de la bourse islandaise et du prix réel du marché de l'immobilier qui commence à peu près en même temps comme on peut le remarquer sur la figure 2.12 et la figure 2.13. En outre, d'après Carey (2009), la décroissance que connaissent ces deux marchés s'observe au même moment dans la zone euro, aux Etats-Unis ou encore en Grande-Bretagne. Cependant, l'Islande se distingue par rapport à ceux-ci de par l'ampleur de la décroissance. C'est particulièrement le cas pour la bourse islandaise.

6.3 La chute de Lehman Brothers

Ensuite, on a la crise financière mondiale qui a débuté en 2007 avec la crise du marché des prêts hypothécaires aux Etats-Unis qui se transforme en une véritable crise bancaire internationale avec l'effondrement de la banque d'investissement Lehman Brothers, le 15 septembre 2008 qui vient mettre à nu les vulnérabilités de l'Islande. En effet, avec la faillite de Lehman Brothers, la confiance entre les banques disparaît et le CDS spread des banques explose partout dans le monde, reflétant les craintes du marché. C'est également le cas pour les banques islandaises comme on peut le voir sur la figure 6.4 avec leurs CDS spreads qui dépassent les 2000 points de base en septembre 2008. En bref, le système bancaire islandais se retrouve coupé du financement du marché de gros et ne dispose pas de liquidités suffisantes pour faire face à ces pressions de financement interbancaire mondiales.

En outre, la brève tentative de nationalisation de Glitnir, comme on a pu le voir dans le chapitre 3, mine encore plus la confiance dans le système bancaire islandais et dans l'Etat islandais. Le gouvernement et les banques avaient affirmé à plusieurs reprises que les trois principales banques étaient liquides et solvables. L'échec de Glitnir a démontré que ces déclarations étaient fausses, et la mauvaise gestion de son échec par la Banque centrale a miné la confiance des capacités de gestion de crise de la Banque centrale.

Le système bancaire islandais est « trop gros pour être sauvé » par la BCI qui ne dispose pas des réserves nécessaires. Ces événements sont donc fatals pour Glitnir qui fait faillite

quelques jours plus tard, entraînant les deux autres banques principales que sont Kaupthing et Landbanski avec elle comme cela a été expliqué plus en détail dans le chapitre 3.

Par conséquent, la couronne islandaise se déprécie d'avantage, les marchés boursiers et de l'immobilier poursuivent leur chute et l'inflation, qui avait commencé à devenir inquiétante en mars 2008 avec un niveau de presque 9%, explose lors de l'été 2008 et atteint un pic de 18,6% en janvier 2009 comme on peut le remarquer sur la figure 2.11.

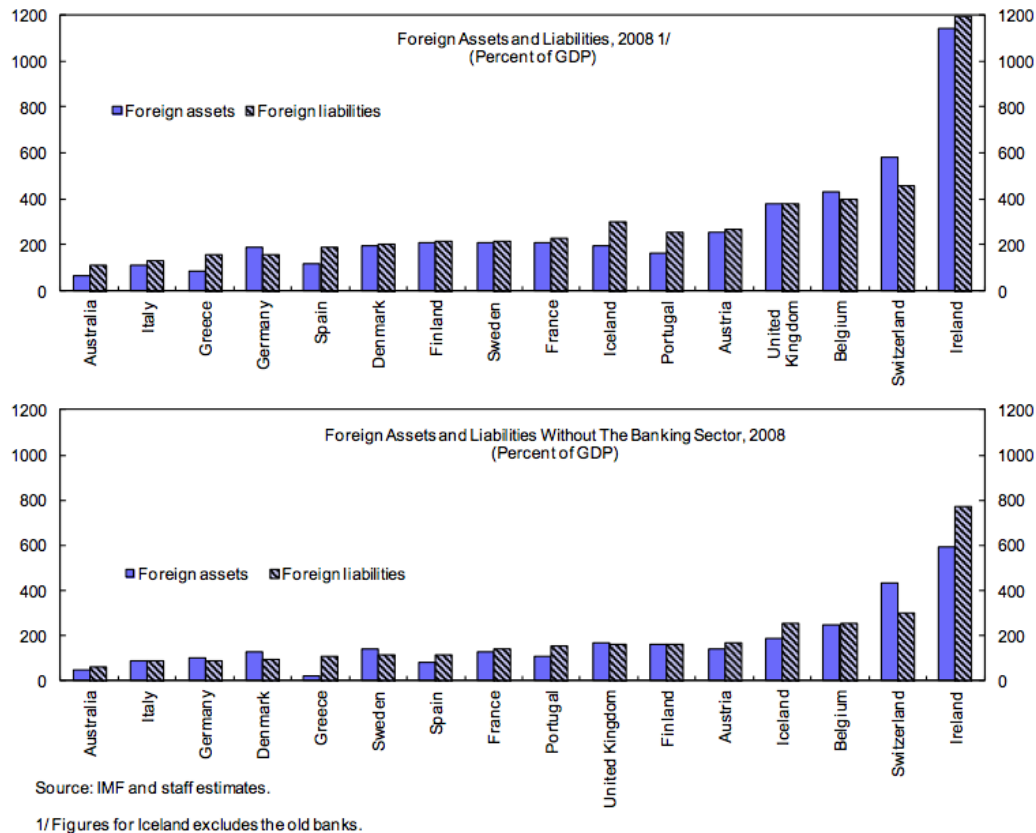
6.4 Position extérieure nette de l'économie

Comme cela a été mis en évidence dans le point 4.3.2 sur la balance des paiements, la position extérieure nette a été fortement réduite grâce à l'exclusion des anciennes banques de celle-ci dont la liquidation a pour objectif à terme, de rembourser les créanciers des banques avec la récupération des actifs.

En outre, d'après le FMI (2010b), des avoirs et engagements extérieurs entre 150 et 500% du PIB, comme c'est le cas pour l'Islande fin 2008⁶⁵, ne sont pas inhabituels pour des petites économies avancées bien intégrées dans le système financier mondial. Egalement, l'Islande n'est pas en décalage total par rapport à d'autres économies avancées en terme de position extérieure nette négative comme on peut le remarquer sur la figure 6.6 ci-dessous. La figure est divisée en deux parties. La partie supérieure inclut le secteur bancaire tandis que la partie inférieure l'exclut. Pour la partie inférieure, la position extérieure nette est meilleure que la partie supérieure reflétant des engagements supérieurs aux actifs du système bancaire.

⁶⁵ Voir figure 2.14 ou 6.x ci-dessous

Figure 6.6 : avoirs et engagements financiers extérieurs de différentes économies fin 2008 (en % du PIB)



Source : FMI (2010b)

Cependant, l’Islande se distingue des autres pays par rapport aux différentiels de retour sur les engagements et les avoirs extérieurs, ce qui suggère une vulnérabilité. En effet, tout au long de la période d’expansion les taux de rendements des actifs étaient faibles comparés aux taux payés sur les passifs. Ainsi, le différentiel de rendement réel sur la période est négatif sur la période de 1996 à 2007 de -4,9%. Ceci reflète des taux d’intérêt relativement élevés en Islande et une concentration de plus de 80% des actifs extérieurs islandais d’investissements de portefeuille et d’investissements directs dans des économies avancées où les taux d’intérêts étaient relativement plus bas (FMI, 2010b).

Cette vulnérabilité a malgré tout été maîtrisée après la crise car comme on peut le remarquer sur la figure 2.14, de manière générale, l’écart entre les engagements et les avoirs concernant la position extérieure nette de l’économie se réduit traduisant une amélioration de la position extérieure nette.

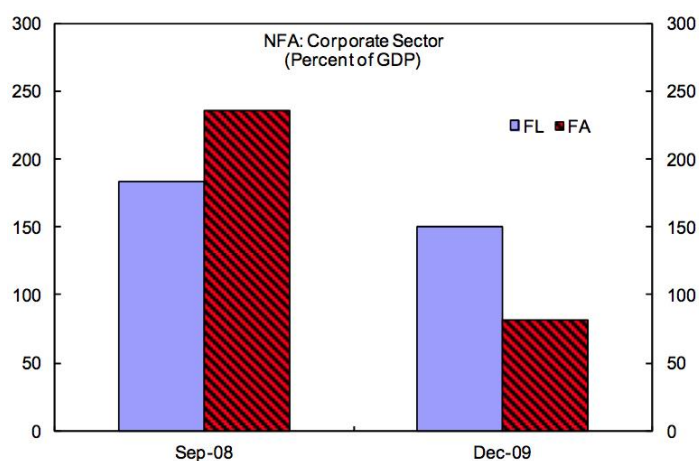
6.5 Position extérieure nette sectorielle

Nous allons maintenant nous intéresser aux secteurs impactés par la crise en expliquant comment ces secteurs se sont retrouvés dans de telles situations. Les deux secteurs réellement affectés par la crise sont le secteur public et le secteur des entreprises en dehors des banques de dépôts.

6.5.1 Le secteur des entreprises

Premièrement le secteur des entreprises⁶⁶. L'évolution du bilan des entreprises a été spectaculaire durant la période précédant la crise. Ainsi, comme on peut le remarquer sur la figure 6.7, les engagements⁶⁷ du secteur des entreprises atteignent en septembre 2008, près de 200% du PIB tandis que les actifs extérieurs sont de l'ordre de 250% du PIB ce qui représente pour le secteur une position d'actifs nets positive de 50% du PIB.

Figure 6.7 : avoirs et engagements financiers extérieurs du secteur des entreprises islandais



Source : FMI (2010b)

Comme le montre la figure 6.7, l'impact de la crise pour la position extérieure du secteur des entreprises change radicalement la position extérieure nette du secteur. Malgré une baisse absolue du niveau des engagements extérieurs et actifs extérieurs⁶⁸, les actifs ne valent plus qu'un peu plus de la moitié des engagements qui sont de l'ordre de 150% du PIB.

⁶⁶ Il s'agit de l'ensemble des entreprises en dehors des banques de dépôts. Les entreprises publiques font bien partie du secteur des entreprises (ex : entreprises publiques dans l'énergie comme).

⁶⁷ En bleu sur le graphique pour « foreign liabilities » (FL).

⁶⁸ En rouge sur le graphique pour « foreign assets » (FA).

Le secteur des entreprises est-il une source importante de vulnérabilité externe?

A elles seules, les obligations externes nettes élevées ne créent pas nécessairement de vulnérabilité. Les sociétés, elles-mêmes, deviennent vulnérables en raison du risque de liquidité⁶⁹ et du risque de solvabilité⁷⁰. Cependant, cette vulnérabilité peut ne pas affecter le secteur public, la question clé étant de savoir si les problèmes des entreprises créeraient des passifs éventuels, soit directement, le gouvernement étant contraint d'absorber une partie de la dette, soit indirectement par une politique d'intervention de taux de change.

Les entreprises sont face à un risque de liquidité et de solvabilité, mais certaines caractéristiques de la dette et du cadre légal réduisent ce risque. En effet, les conclusions quant au risque de solvabilité et liquidité du FMI (2010b) sont toutes positives ce qui nous pousse à dire que le secteur des entreprises ne représente pas un risque pour l'Islande. Nous allons maintenant expliquer de quelle façon le risque est maîtrisé.

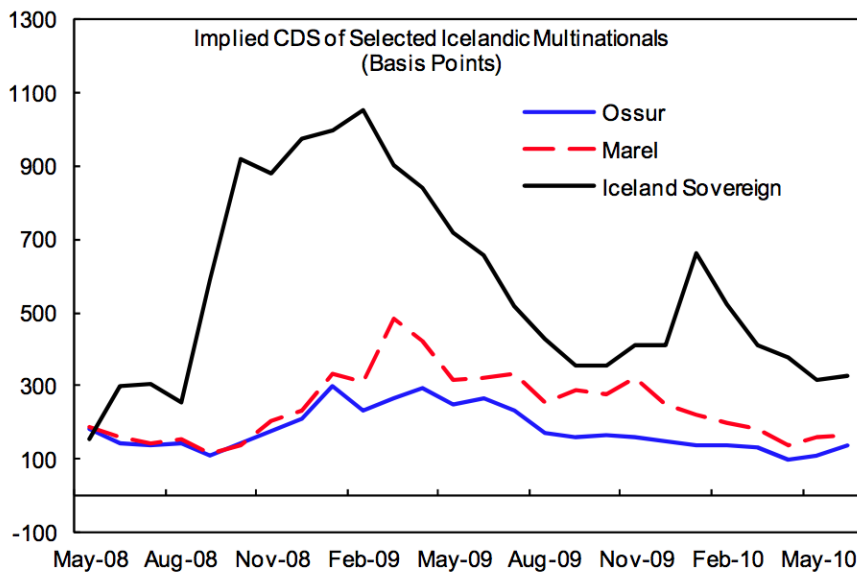
Premièrement, d'après le FMI (2010b), la concentration de la dette extérieure dans les multinationales islandaise diminue le risque de liquidité et de solvabilité. Les multinationales islandaises représentent ensemble un endettement extérieur total de 77% du PIB. Cela représente environ la moitié des passifs du secteur des entreprises. Ces sociétés ont moins de 10% de leurs activités mondiales en Islande, génèrent la majorité de leurs revenus à l'étranger et en devises étrangères et ont accès à des capitaux étrangers par le biais de filiales⁷¹ (mais vu qu'elles sont domiciliées en Islande, les passifs et actifs consolidés sont inclus dans la position extérieure de l'Islande). Ainsi, les multinationales ont un risque de solvabilité et de liquidité sous contrôle.

⁶⁹ Risque de liquidité : les mouvements de devises peuvent affecter la capacité à rembourser les obligations dues. La couverture, que ce soit par le biais de revenus en devises ou d'actifs étrangers, réduit la vulnérabilité aux fluctuations des devises (et l'impact sur l'économie en général). La dette intra-société réduit le risque de liquidité puisque les sociétés mères et les filiales ne veulent généralement pas mettre en péril la santé financière de l'autre (FMI, 2010b).

⁷⁰ Risque de solvabilité: un niveau élevé d'actifs étrangers, associé en particulier à une faible volatilité des actifs, réduira le risque de solvabilité, car il y a moins de chance que la valeur nette devienne négative (en raison de chocs de valeur par exemple). Les flux élevés de revenus étrangers peuvent également réduire le risque de solvabilité (les entreprises sont effectivement couvertes). En attendant, pour les entreprises confrontées à une forte volatilité des actifs, une question cruciale pour déterminer le risque pour le secteur public est si ces entreprises sont ou non garanties par le gouvernement et si elles ont accès à des mécanismes efficaces de faillite (FMI, 2010b).

En outre, les indicateurs de marché suggèrent que ces entreprises ont des risques perçus inférieurs à ceux du gouvernement islandais comme on peut le remarquer sur la figure 6.8, avec Marel et Ossur, deux grandes entreprises islandaise, ayant un CDS spread inférieur à celui du gouvernement de mai 2008 à mai 2010. Leur dette extérieure peut être assumée en toute sécurité à partir de recettes à l'étranger, représente donc peu de pressions pour les réserves de la BCI et présente donc peu de risques pour le bilan souverain.

Figure 6.8 : CDS spread de certaines multinationales islandaises



Source : FMI (2010b)

Ensuite, en dehors des multinationales, les engagements extérieurs semblent se concentrer dans des entreprises couvertes naturellement des « asymétries monétaires » au moins à court terme. Par exemple, pour les entreprises publiques dans le secteur de l'énergie⁷², qui exportent, la plupart de leurs contrats de vente sont de long terme avec les prix déterminés en dollars et liés au prix mondial de l'aluminium, assurant ainsi des entrées en devise. Le risque pour le gouvernement est donc résiduel (FMI, 2010b).

Bien qu'environ la moitié des autres prêts aux entreprises n'exercent pas d'activités d'exportation et aient des recettes en monnaie locale, ils ne représentent que 5% du PIB ou environ 7% de la dette extérieure totale du secteur des entreprises, à l'exclusion des multinationales. Le risque est donc ici aussi petit pour le gouvernement (FMI, 2010b).

⁷² Représente un endettement extérieur, en dehors des multinationales, de 35% du PIB. Egalement, leur dette est garantie par le gouvernement (FMI, 2010b).

Enfin, la plupart des entreprises ayant des risques de solvabilité élevés ont déjà échoué, sans renflouement du gouvernement. Les entreprises en question sont principalement les grandes sociétés holding islandaises qui agissaient principalement comme des véhicules d'investissement pour canaliser les prêts des banques nationales vers des actifs étrangers, principalement des placements en actions volatiles. Ces holdings ont fait l'objet d'une faillite ou d'une restructuration financière et ont abandonné leurs dettes et leurs actifs. En effet, ils sont la principale raison du déclin des actifs et engagements du secteur des entreprises qu'on peut voir sur la figure 6.7. Cependant, le fait que le système juridique de l'Islande ait réussi à traiter rapidement ces cas et que le gouvernement ait pu éviter tout renflouement indique que le risque de passif éventuel, en général, est faible pour les sociétés non garanties, et qu'elles peuvent régler leurs dettes sans intervention du secteur public (FMI, 2010b).

D'après le FMI (2010b), un choc de dépréciation pourrait affecter les actifs et revenus étrangers de l'Islande. Ainsi, ceux qui ont des revenus en devises pourront se couvrir eux-mêmes de la dépréciation. Par exemple, les multinationales islandaises auront des revenus générés par leurs actifs étrangers qui augmenteront avec une dépréciation. Cela ne veut toutefois pas dire qu'une dépréciation n'aurait aucun impact macroéconomique. L'exposition des ménages et des entreprises non couverts au système financier national entraînerait probablement une demande intérieure déprimée et une baisse de la croissance.

Néanmoins, comme on a pu le voir dans la section 4.4 portant sur le bilan du programme du FMI, il a été dit que le taux de change de la couronne islandaise fut maîtrisé durant la période subséquente à la crise. Ainsi, les ménages et entreprises exposés au taux de change et non couverts non pas pu être affectés par un choc de taux de change.

6.5.2 Le secteur public

Deuxièmement, le secteur public⁷³. Suite à la faillite des principales banques islandaises, la BCI se retrouve avec les collatéraux de celles-ci en gage de prêts qui ne valent plus rien. Cela entraîne la faillite immédiate de la BCI. Le gouvernement islandais n'a d'autre choix que de

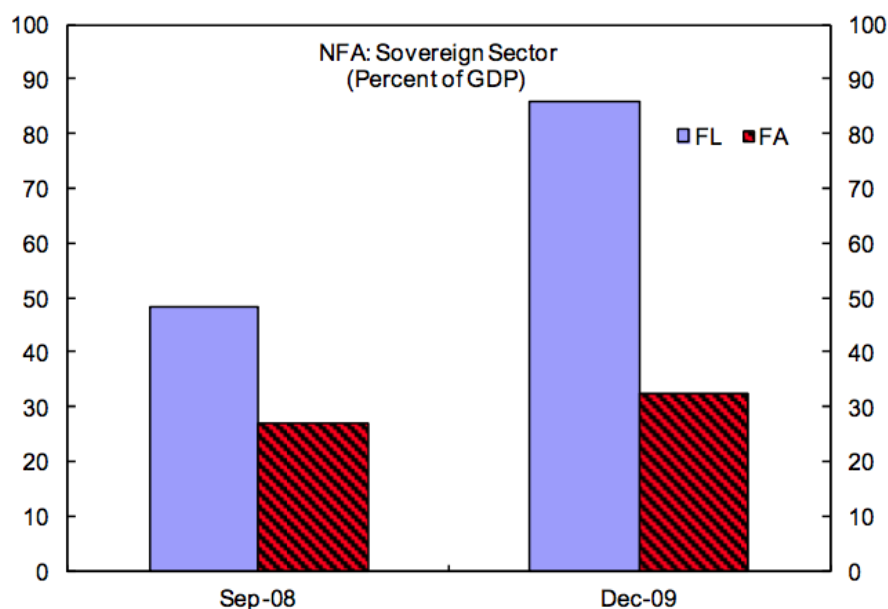
⁷³ Le bilan du secteur public est un bilan combiné de la banque centrale et du gouvernement.

recapitaliser la BCI⁷⁴ et de capitaliser les « nouvelles » banques pour éviter un arrêt du système de paiement domestique. En outre, d'après la BCI (2016), le secteur public islandais est fortement impacté tout au long de la dépréciation du taux de change de la couronne islandaise car celui-ci avait un endettement en devise significatif.

On remarque donc ici comment l'intégrité du système bancaire était explicitement garantie par le gouvernement qui, en voulant l'aider, est contaminée par la crise ne provenant pas de son bilan mais bien du bilan des banques.

Ainsi, on peut remarquer sur la figure 6.9 comment le secteur souverain a accumulé d'avantages de dette extérieure⁷⁵ que d'actifs extérieurs⁷⁶ à cause de la crise. En effet, la partie de gauche montre les actifs et engagements du secteur public en septembre 2008, soit avant la crise bancaire d'octobre et la partie de droite montre les actifs et engagements en décembre 2009.

Figure 6.9 : avoirs et engagements financiers extérieurs du secteur public islandais



Source : FMI (2010b)

⁷⁴ L'injection de capital dans la BCI par le gouvernement islandais est d'environ 1,2 milliards d'euros (Benediktsdottir & al., 2011).

⁷⁵ En bleu sur le graphique pour « foreign liabilities » (FL).

⁷⁶ En rouge sur le graphique pour « foreign assets » (FA).

En outre, en ce qui concerne la période subséquente à la crise, dû à une prime de risque plus élevée dans la période post-crise, le coût d'emprunt souverain est beaucoup plus élevé que le taux qu'il peut gagner sur ses réserves (FMI, 2010b).

Les expositions conséquentes du secteur public liées à la crise et son différentiel de rendement mentionnés juste avant rendent l'Islande vulnérable. D'après le FMI (2010b), une question clé pour le secteur public est sa prime de risque: des augmentations impliqueraient un accès difficile aux marchés de capitaux pour le gouvernement, les entreprises publiques et le secteur privé ainsi qu'une détérioration de la dette extérieure due aux paiements d'intérêts plus élevés. Cela aurait également une incidence sur la soutenabilité de la dette publique.

Pour examiner ce risque plus en profondeur et mieux comprendre les sources possibles de chocs, le FMI (2010b) utilise une technique statistique visant à évaluer la soutenabilité de la dette souveraine et donc par implication la dette externe. La technique nommée « Contingent claims approach ⁷⁷ » vise à regarder comment les différents chocs potentiels sur le gouvernement pourraient affecter les CDS spreads⁷⁸, en utilisant les informations du marché.

Les différents chocs et risques ayant un intérêt particulier pour l'Islande sont : des variations dans la rigueur de la consolidation financière, la gestion du cas Icesave⁷⁹ et les passifs éventuels provenant des entreprises publiques comme celles dans le secteur de l'énergie mentionné dans la section précédente (FMI, 2010b).

D'après les simulations du FMI (2010b), des changements dans les deux premiers sont susceptibles d'augmenter le risque souverain et par implication la vulnérabilité externe de l'Islande. Le dernier portant sur les entreprises publiques est moins problématique.

La bonne gestion par l'Islande de la crise qui éclata en octobre 2008 nous a prouvé que ces trois chocs ont été correctement gérés et n'ont donc pas impacté le bilan souverain. A titre

⁷⁷ Approche des réclamations éventuelles/contingentes.

⁷⁸ Perception du risque par le marché.

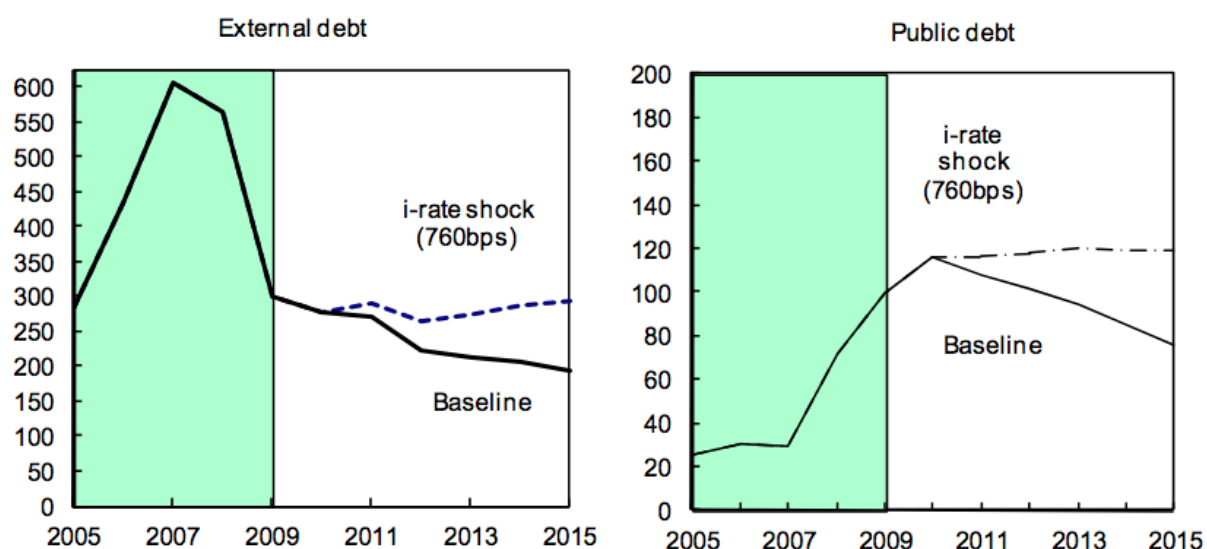
⁷⁹ Les engagements brutes d'Icesave s'élèvent à environ 40% du PIB et devraient être remboursées au fil du temps, principalement grâce au recouvrement des actifs. Les obligations résiduelles seraient à la charge du gouvernement, selon un accord d'août 2009. Ce montant peut varier en fonction des termes et conditions du prêt Icesave et de l'écart par rapport au taux de recouvrement hypothétique des actifs. Une récupération plus faible impliquerait un fardeau plus lourd pour le gouvernement et, par conséquent, un risque souverain plus élevé (FMI, 2010b).

d'exemple, nous allons brièvement développer la première source de risque afin de comprendre une simulation du FMI et remarquer l'impact sur la dette externe et souveraine d'un choc provenant du secteur souverain.

Un petit changement⁸⁰ dans la consolidation fiscale ne représente pas de risque pour la soutenabilité de la dette publique. En effet, cela aurait un impact sur les CDS spreads⁸¹ de 70 points de bases, considéré comme un choc modéré pour le FMI. Cependant, une trajectoire moins ambitieuse pourrait avoir un choc de taux d'intérêt très significatif de près de 760 points de base. Sous ce choc, la soutenabilité de la dette extérieure ne tient pas, soulignant la nécessité absolue de poursuivre les efforts d'ajustement (FMI, 2010b).

On peut remarquer sur la figure 6.10 les trajectoires en pointillés que prendraient la dette extérieure (graphique de gauche) ainsi que la dette souveraine (graphique de droite) dans le dernier cas mentionné ci-dessus. Tant au niveau de la dette externe que la dette souveraine on peut remarquer une faible croissance pour les trajectoires pointillées des deux figures tandis que sans changement, les deux dettes connaissent une décroissance soutenue.

Figure 6.10 : évolution potentielle de la dette publique et souveraine



Source : FMI (2010b)

⁸⁰ Le FMI (2010b) ne nous apporte pas d'information quant à ce que correspond un petit changement.

⁸¹ Une augmentation de 70 points de bases correspond à une augmentation du taux d'intérêt de 70 points de bases soit 0,7%.

En outre, tout au long de son programme d'aide, le FMI affirmera dans ses six revues que la dette extérieure et la dette publique sont soutenables. En outre, comme on a pu le voir dans le graphique 4.2, cela se reflète dans le CDS spread souverain qui se stabilise rapidement à un niveau de 250 points de base. Ainsi, le marché a une perception du risque du souverain islandais faible.

Pour conclure, on a pu voir, qu'en prenant en compte le rendement réel sur la position extérieure nette de l'Islande, qu'il y avait un risque de solvabilité et de liquidité dû à ce rendement négatif. Cependant, une analyse sectorielle des deux secteurs à risques nous a montré que ces risques étaient sous contrôle et ne représentaient donc pas une menace pour l'Islande.

7 Conclusion

Ce travail nous a permis de nous rendre compte de la fragilité du système bancaire islandais avant sa chute en octobre 2008 que ne dévoilaient pas les fortes performances de profitabilité et les hauts taux de fonds propres de Glitnir, Kaupthing et Landsbanki, les trois banques islandaises principales.

On constate que, la très rapide croissance des banques en l'espace de 5 années de 2003 à 2008, n'a pas été correctement gérée par le management de l'époque.

En effet, on a pu voir comment les sources de financement se sont dégradées. On peut diviser la période de financement en deux temps.

Tout d'abord, de 2003 à 2005, les banques se financent massivement sur le marché obligataire européen très bon marché à l'époque. En outre, la maturité était de long terme, c'est-à-dire de 3 à 5 ans ce qui rendait le financement relativement stable.

Ensuite, à partir de 2006, la situation se complique pour les banques suite à un rapport négatif de l'agence de notation Fitch. Les banques se voient obligées de trouver de nouveaux moyens de financement. C'est à partir de ce moment qu'elles développent fortement leur financement sur des comptes de dépôt à l'étranger et empruntent considérablement auprès de banques centrales sous forme de ce que l'on appelle en anglais « repurchase agreements » ou encore « repo ». Ainsi, les banques deviennent très dépendantes du financement court terme très sensible aux conditions de marché.

Selon nous, c'est de cette manière que la situation des banques a commencé à nettement se dégrader. La chute de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 vient geler les échanges de liquidités internationales et détériorer les marchés financiers à un niveau jamais vu depuis la crise des années 30.

Néanmoins, c'est cette dépendance au financement court terme qui a rendu les banques vulnérables à n'importe quel choc de refinancement et a rendu le système extrêmement bancal dû au fait que lors de leur emprunt auprès de la BCI (Banque Centrale Islandaise), les banques ont utilisé des obligations émises l'une par l'autre comme collatéral. Comme on a pu le dire dans « l'approche bilantaire », vu que l'effondrement de l'une des trois grandes banques aurait

presque certainement entraîné l'effondrement des deux banques restantes, cela équivalait à prêter sans aucun collatéral. Ainsi, on peut sans doute affirmer que le système bancaire était voué à échouer à terme.

Ensuite, ce travail nous a permis de mettre en évidence l'expansion du système bancaire dans la décomposition de la balance des paiements et de réaliser comment celle-ci favorisa la genèse de déséquilibres macroéconomiques inquiétants. En effet, par exemple, concernant le solde du compte de capital, l'Islande connaît des investissements directs négatifs de 2003 à 2007 ; ce qui constitue des sorties de capitaux reflétant en partie l'expansion des banques à l'étranger et les différentes acquisitions qu'elles ont pu effectuer.

En troisième lieu, ce travail nous a permis de comprendre comment un secteur donné, le secteur bancaire dans le cas islandais, pouvait implicitement et explicitement affecter la santé financière d'autres secteurs. Dans notre cas il s'agit respectivement du secteur des entreprises et du secteur public.

En effet, dans un premier temps, on a vu dans « l'approche bilantaire » que lors de leurs emprunts auprès de la BCI, les banques islandaises empruntaient en contrepartie d'actions de l'une des trois grosses banques islandaises. Ainsi, à la faillite de ces banques, la BCI se retrouve avec des collatéraux en gage de prêts qui ne valent plus rien. Cela entraîne la faillite immédiate de la BCI. Le gouvernement islandais n'a d'autre choix que de recapitaliser la BCI et de capitaliser les « nouvelles » banques pour éviter un arrêt du système de paiement domestique. En outre, le secteur public islandais est fortement impacté tout au long de la dépréciation du taux de change de la couronne islandaise car celui-ci avait un endettement en devise significatif. Ainsi, le gouvernement islandais passe d'une position d'actifs extérieurs nets d'environ -25% du PIB en septembre 2008 soit juste avant la crise bancaire à une position d'actifs extérieurs nets d'environ -55% du PIB en décembre 2009.

Dans un second temps, on a pu voir à nouveau dans « l'approche bilantaire », l'impact de la crise sur la position extérieure nette du secteur des entreprises avec un fort impact sur les actifs. Ainsi, le secteur des entreprises est passé d'une position d'actifs extérieurs nets positive d'environ 50% du PIB à une position d'actifs extérieurs nets négative d'environ -70% du PIB.

Enfin, on a pu voir que ; la bonne gestion de la crise par l'Islande conjointement avec le FMI ; a permis d'éviter que ces deux secteurs ne représentent un risque pour la position extérieure nette de l'Islande. En effet, dans le cas du secteur public, celui-ci était exposé à trois chocs et risques potentiels : des variations dans la rigueur de la consolidation financière, la gestion du cas Icesave et les passifs éventuels provenant des entreprises publiques. Ces trois chocs ont été correctement gérés et n'ont donc pas impacté le bilan souverain.

Enfin, dans le cas du secteur des entreprises, celui-ci faisait face à un risque de solvabilité et de liquidité suite à la crise comme on a pu le voir dans « l'approche bilantaire ». Cependant, certaines caractéristiques de la dette et du cadre légal réduisaient ce risque. En outre, la plupart des entreprises ayant des risques de solvabilité élevés, ont déjà échoué à la fin de l'année 2009, sans renflouement du gouvernement. En effet, le fait que le système juridique de l'Islande ait réussi à traiter rapidement ces cas et que le gouvernement ait pu éviter tout renflouement indique que le risque de passif éventuel pour le gouvernement, en général, est faible pour les sociétés non garanties, et qu'elles peuvent régler leurs dettes sans intervention du secteur public.

8 Bibliographie

BCI. (s.d). Balance of payments [en ligne]. Disponible sur : <https://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=f40fa25e-0eb4-11e5-93fd-005056bc2afe>. Consulté le 11 décembre 2017.

BCI. (s.d.a). Real exchange rate [en ligne]. Disponible sur : <https://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=d4ff7f97-110b-11e5-93fa-005056bc0bdb>. Consulté le 16 décembre 2017.

BCI. (2009). Balance sheet vulnerabilities and debt restructuring in the aftermath of financial crises. Présentation faite à Reykjavik en septembre 2009 lors d'une réunion des banques centrales nordiques.

BCI. (2012). Economy of Iceland.

BCI. (2016). Economy of Iceland.

BCE. (2016). À quoi correspondent les créances douteuses ? [en ligne]. Disponible sur : <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/npl.fr.html>. Consulté le 20 octobre 2017.

Benediktsdottir, S., Danielsson, J., & Zoega, G. (2011). Lessons from a collapse of a financial system. *Economic Policy*, 26(66), 183-235.

Benediktsdottir, S., Gunnarsson, T., & Hreinsson, P. (2009). Causes of the collapse of the Icelandic banks—responsibility, mistakes and negligence. *report prepared by the Icelandic Special Investigation Commission, SIC*, 9.

Bergmann, E. (2014). *Iceland and the international financial crisis: Boom, bust and recovery*. Springer.

Bodart, V. (2015). Relations monétaires internationales. Notes de cours, Université catholique de Louvain (UCL).

Carey, D. (2009). Iceland: The financial and economic crisis.

Danielsson, J., & Zoega, G. (2009). The Collapse of a Country.

Darvas, Z. (2011). *A tale of three countries: recovery after banking crises* (No. 2011/19). Bruegel Policy Contribution.

Ducuroir, F. (2015). Management of Banks and Financial Institutions. Note de cours, Université catholique de Louvain (UCL).

EduBourse. (2014). Capital hybride [en ligne]. Disponible sur : <https://www.edubourse.com/lexique/capital-hybride.php>. Consulté le 27 novembre 2017.

Finance de marché. (s.d.). Banque commerciale [en ligne]. Disponible sur : <http://financedemarche.fr/definition/banque-commerciale>. Consulté le 27 novembre 2017.

Finance de marché. (s.d.a). Banque de financement et d'investissement [en ligne]. Disponible sur : <http://financedemarche.fr/definition/banque-de-financement-et-dinvestissement>. Consulté le 27 novembre 2017.

Finance de marché. (s.d.b). Appel de marge [en ligne]. Disponible sur : <http://financedemarche.fr/definition/appe-de-marge>. Consulté le 3 décembre 2017.

Flannery, M. J. (2009). Iceland's failed banks: A post-mortem. Report, Special Investigation Commission.

FME. (2009). Annual Report 2009.

FMI. (1993). Balance of Payments Manual, 5th edition.

FMI. (2002). Iceland 2002 Article IV Consultation. *IMF country report No. 02/130*.

FMI. (2003). Iceland 2003 Article IV Consultation. *IMF country report No. 03/266*.

FMI. (2005). Iceland 2005 Article IV Consultation. *IMF country report No. 05/367*.

FMI. (2005a). Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises. *Occasional paper 240*.

FMI. (2006). Iceland 2006 Article IV Consultation. *IMF country report No. 06/296*.

FMI. (2007). Iceland 2007 Article IV Consultation. *IMF country report No. 07/295*

FMI. (2008). Iceland: Financial System Stability Assessment—Update. *IMF Country Report No. 08/368*.

FMI. (2008a). Iceland 2008 Article IV Consultation. *IMF Country Report No. 08/367*.

FMI. (2008b). Press Release: IMF Executive Board Approves US\$2.1 Billion Stand-By Arrangement for Iceland [en ligne]. Disponible sur : <http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr08296>. Consulté le 22 octobre 2017.

FMI. (2008c). Transcript of a Conference Call on the IMF's Executive Board Approval of a Stand-By Arrangement for Iceland [en ligne]. Disponible sur : <http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr081120>. Consulté le 25 octobre 2017.

FMI. (2008d). IMF Survey: Iceland Gets Help to Recover From Historic Crisis [en ligne]. Disponible sur : <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/soint111908a>. Consulté le 25 octobre 2017.

FMI. (2008e). Iceland: Request for Stand-By Arrangement. *IMF Country Report No. 08/362*.

FMI. (2009). Iceland: Staff Report for First Review under Stand-By Arrangement and Requests for Extension of the Arrangement, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, and Rephrasing of Access. *IMF Country Report No. 09/306*.

FMI. (2010). Iceland: Staff Report for Second Review Under Stand-By Arrangement and Request for Extension of the Arrangement, Rephrasing of Access and Establishment of Performance Criteria. *IMF Country Report No. 10/95*.

FMI. (2010a). Iceland 2010 Article IV Consultation and Third Review under Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria. *IMF country report No. 10/305*.

FMI. (2010b). Iceland : Selected Issues Paper. *IMF country report No. 10/304*.

FMI. (2011). Iceland: Fourth Review under Stand-By Arrangement, Request for Waivers of Applicability, and Request for Establishment of Performance Criteria. *IMF Country Report No. 11/16*.

FMI. (2011a). Iceland: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, and Request for Modification of Performance Criteria and Rephrasing of Access. *IMF Country Report No. 11/125*.

FMI. (2011b). Iceland: Sixth Review Under the SBA and Proposal for Post-Program Monitoring. *IMF Country Report No. 11/263*.

FMI. (2012). Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement. *IMF Country Report No. 12/91*.

FMI. (2012a). Iceland 2012 Article IV Consultation and First Post-Program Monitoring Discussion. *IMF country report no. 12/89*.

FMI. (2016). Quotes-parts au FMI [en ligne]. Disponible sur : <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/quotasf.htm>. Consulté le 7 février 2018.

Investopedia. (s.d.). When Wholesale Funding Goes Bad [en ligne]. Disponible sur : <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/when-wholesale-funding-goes-bad.asp>. Consulté le 25 octobre 2017.

Investopedia. (s.d.a). Tier 1 Capital Ratio [en ligne]. Disponible sur : <https://www.investopedia.com/terms/t/tier-1-capital-ratio.asp>. Consulté le 26 octobre 2017.

Investopedia. (s.d.b). Hard currency [en ligne]. Disponible sur : <https://www.investopedia.com/terms/h/hardcurrency.asp>. Consulté le 10 décembre 2017.

La finance pour tous. (2016). Ratio de solvabilité bancaire [en ligne]. Disponible sur : <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/ratio-de-solvabilite-bancaire/>. Consulté le 2 décembre 2017.

La finance pour tous. (2017). REPO [en ligne]. Disponible sur : <https://www.lafinancepourtous.com/outils/dictionnaire/repo/>. Consulté le 27 novembre 2017.

Guðmundsson, M. (2013). Discours du gouverneur de la BCI à la conférence organisée par la Chambre de Commerce franco-islandaise à Paris.

Nasdaq. (2011). Benchmark interest rate [en ligne]. Disponible sur : <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/b/benchmark-interest-rate>. Consulté le 20 octobre 2017.

OCDE. (s.d.). Indicators of product market regulation homepage [en ligne]. Disponible sur : <http://www.oecd.org/eco/growth/indicatorsofproductmarketregulationhomepage.htm>. Consulté le 29 octobre 2017.

Prime Minister's Office. (2001). Iceland's privatisation programme 1991-2000 [en ligne]. Disponible sur : <https://eng.forsaetisraduneyti.is/ministry/Privatisation/nr/310>. Consulté le 11 octobre 2017.