



L'Islande tient tête à ses créanciers

Le 5 janvier 2010, sous la pression populaire, le président Olafur Grimsson a décidé de ne pas promulguer la loi *Icesave*, et de soumettre le texte à référendum. Cette loi prévoyait l'indemnisation des épargnants britanniques et néerlandais victimes de l'effondrement en 2008 de la banque islandaise Landsbanki - et de sa succursale *Icesave*, banque en ligne. Après plus d'un an de [négociations gouvernementales et législatives](#) entre les trois pays, un accord avait été trouvé sur le remboursement échelonné d'ici à 2024 d'environ 3,8 milliards d'euros (soit 12 000 euros par citoyen islandais), soit l'équivalent de près de 40% du PIB annuel de l'île, assorti d'un taux d'intérêt de 5,5%.

Le contentieux remonte au mois d'octobre 2008, lorsque l'Etat islandais, voulant empêcher l'effondrement de son système bancaire, avait nationalisé les trois principales banques islandaises (Kaupthing Bank, Landsbanki et Glitnir). Cette nationalisation aurait conduit 320 000 citoyens britanniques et néerlandais, clients d'*Icesave*, à perdre leurs économies, s'ils n'avaient été remboursés par le Trésor public de leurs pays respectifs, l'Islande n'ayant assuré la garantie plafonnée des dépôts que pour ses propres citoyens. Depuis, le Royaume-Uni et les Pays-Bas tentent de récupérer leurs avances auprès de l'Islande.

Crise systémique de 2008 : l'échec du modèle de développement financier de l'Islande

En 2007, l'Islande était le cinquième pays le plus riche du monde (par habitant) avec une croissance annuelle de 5,5 %, un taux de chômage de 2,3 % et un ratio dette publique/PIB de 29%. Sur l'année 2009, d'après les prévisions, le PIB réel décroît de 8,5%, le taux de chômage s'établit à 8%, et le ratio dette publique/PIB atteint 106,5%^[1] (hors remboursement *Icesave*). Comment expliquer qu'un petit pays, peuplé de 300 000 habitants, et dont le PIB atteignait 9,6 milliards d'euros en 2008, ait pu contracter une dette bancaire vis-à-vis des épargnants britanniques et néerlandais équivalant à 40% de son PIB?

Buiter et Sibert ([CEPR Policy Insight No. 26](#)) attribuent cette situation à la conjugaison de quatre facteurs : la petite taille du pays, la présence d'un secteur bancaire très développé et internationalisé, la souveraineté monétaire et la difficulté à faire face à une crise de solvabilité due à un faible levier fiscal.

Ce sont tout d'abord les dérives du système bancaire qui expliquent l'ampleur de la crise systémique.

Profitant du mouvement de déréglementation, le pays a favorisé une économie tournée vers la finance à l'issue d'une vague de privatisations.

La déficience des règles prudentielles a favorisé les comportements spéculatifs: les banques ont emprunté d'importantes sommes sur les marchés de capitaux étrangers pour financer l'expansion internationale des compagnies d'investissement islandaises. En effet, en pratiquant des taux d'intérêt indexés sur l'inflation et pouvant dépasser 15%, elles ont favorisé les opérations de « *carry trade* »^[2] et incité les résidents étrangers à transformer leurs euros en couronnes pour les placer dans les banques islandaises. Grâce à ces capitaux spéculatifs, le montant des avoirs étrangers détenu par les banques islandaises est passé de 170% du PIB fin 2003 à 880% du PIB fin 2007 (voir le [document de travail de David Carey, OCDE](#)). Certes, ce ratio est comparable à celui du Luxembourg ; cependant, dans le cas luxembourgeois, les actifs sont détenus par des filiales étrangères^[3], la pression sur le pays est donc nulle, contrairement au cas islandais où les actifs sont détenus par des succursales.

[1] Source : Banque mondiale (PIB réel), OCDE (taux de chômage et le ratio dette publique/PIB)

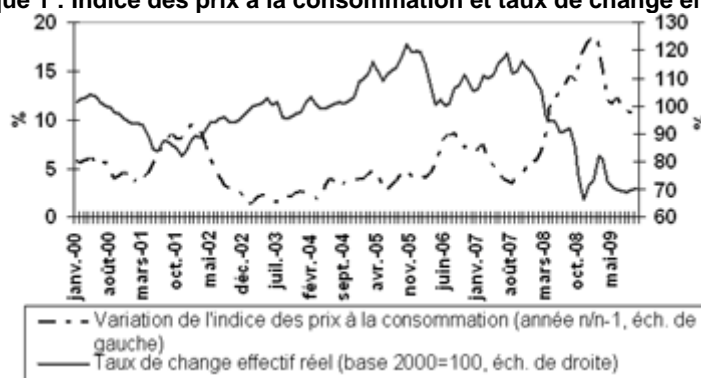
[2] Le « *carry trade* » (portage) consiste à s'endetter dans une devise pratiquant des taux d'intérêt faibles (comme l'euro), pour placer les fonds empruntés dans une devise offrant un taux de rémunération supérieur, permettant ainsi de spéculer sur l'écart de rendement.

[3] La garantie des dépôts et la supervision prudentielle, dans le cas d'une filiale, incombent au pays dans lequel se trouve la filiale, alors que dans le cas d'une succursale, elles incombent au pays d'origine de la maison-mère.

Les banques islandaises se sont ainsi fortement internationalisées pour accroître leur solvabilité; lorsque la valeur des actifs des banques s'est effondrée, les banques ont fait faillite, ce qui a provoqué une crise systémique, et une profonde récession.

En outre, l'Islande a une politique monétaire souveraine. Conséquence de la crise, depuis 2008, la monnaie islandaise s'est considérablement dépréciée (graphique 1). En deux ans, la couronne islandaise s'est dépréciée de 45%, l'inflation moyenne atteignant 12,6% en 2008 et en 2009^[4]. Cette forte dépréciation monétaire alourdit considérablement le montant de la dette bancaire, libellée en devises étrangères. En outre, étant donnée sa petite taille et la taille disproportionnée du secteur financier, elle s'est avérée incapable de jouer le rôle de prêteur de devises étrangères en dernier ressort, ce qui a entraîné une crise de liquidité, suivie d'une crise de solvabilité. Pour Buiter et Sibert, le seul moyen pour l'Islande de conserver un système bancaire de rang international est de rejoindre la zone euro, l'Eurosystème apparaissant comme un solide prêteur en dernier ressort.

Graphique 1 : Indice des prix à la consommation et taux de change effectif réel



Source des données: Datainsight

Un pays pris dans le cercle vicieux de la dette

L'Islande est néanmoins dans une situation délicate, et si elle souhaite véritablement intégrer la zone euro, il semble difficile d'échapper au remboursement:

- Sur le plan politique : Depuis juillet 2009, l'Islande est officiellement candidate pour intégrer l'Union européenne. La décision de bloquer les remboursements des clients britanniques et néerlandais risque de mettre ce projet en péril : non seulement, le Royaume-Uni et les Pays-Bas pourraient opposer leur veto, mais la non-application d'une directive européenne montre également les difficultés de l'Islande à se mettre en conformité avec les standards européens - d'autant que la nouvelle directive européenne [2009/14/CE](#), applicable en 2010, durcit ces standards en portant le montant des dépôts garantis à 100 000 euros.

- Sur le plan juridique : en tant que membre de l'Espace Economique Européen, les banques islandaises ont obtenu le droit d'ouvrir des succursales et des filiales dans l'ensemble des pays de l'Espace Economique Européen. L'Islande s'est conformée aux règles européennes de garantie des dépôts ([directive 94/19/CE](#)), qui réclamaient la création d'un fonds de garantie des dépôts pour rembourser les épargnants à hauteur d'un minimum de 20 000 euros. Icesave étant une succursale de la banque islandaise Landsbanki (et non une filiale), c'est l'Islande, qui doit garantir les dépôts et assurer la supervision prudentielle.

- Sur le plan économique : Le non-remboursement de la dette bancaire islandaise aurait des conséquences fâcheuses. Tout d'abord, suite à la crise de 2008, l'Islande a fortement bénéficié de l'aide financière internationale, et pâtirait d'une restriction d'accès à cette source. Pas de restriction en vue de la part du FMI, qui en novembre 2008, s'est engagé à prêter 2,1 milliards de dollars à l'Islande (dont 1 milliard reste encore à verser), alors même que la polémique faisait rage. De la décision islandaise dépend également le déblocage d'un prêt de 1,8 milliards d'euros des pays nordiques (Finlande, Norvège, Suède, Danemark). Mais là encore, il est probable que les pays nordiques ne puniront pas l'Islande, ou au pire retardent leurs versements, plutôt que de l'annuler. Une autre menace est en revanche bien réelle : la dégradation de la qualité de la signature islandaise depuis la crise a fortement renchéri le coût des emprunts. La décision du Président n'a rien arrangé. Ainsi, Fitch Ratings vient de dégrader la notation de l'Islande en catégorie spéculative ; en outre, la classification opérée par Moody's ne la place qu'à un cran au-dessus de la catégorie spéculative.

Tableau: Notation de la dette souveraine de long terme islandaise

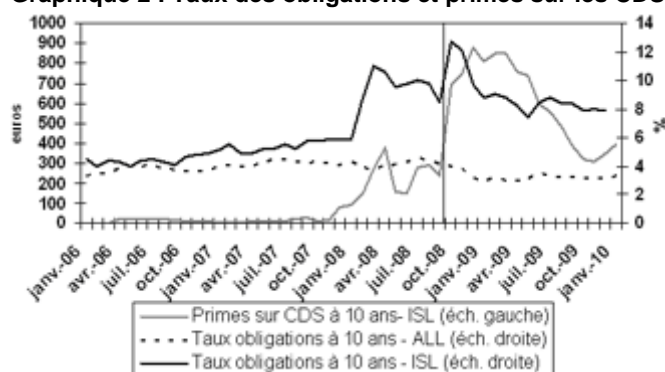
Agence de notation	29 septembre 2008	10 octobre 2008	6 janvier 2010
Fitch Ratings	A+	BBB-	BB+ (spéculatif)
Moody's	Aa1	A1	Baa3
Standard and Poor's	A-	BBB	BBB, surveillance négative

Note de lecture : [grille de notations à long terme](#)

Sources: Fitch Ratings, Moody's, Standard and Poor's

La dégradation de la note attribuée à une dette souveraine entraîne une augmentation des taux d'intérêt: pour compenser le risque de défaut, les créanciers exigent une prime de risque plus élevée (voir graphique 2 et [Clair et net du 15/12/2009](#)). En outre, une dégradation pourrait aggraver la dépréciation de la devise islandaise et renchérir davantage le coût de la dette libellée en devises étrangères.

Graphique 2 : Taux des obligations et primes sur les CDS



Source des données: : Datastream

Pour conclure, la situation inédite de l'Islande pose un véritable casse-tête juridique et moral. La priorité est au rétablissement de l'Islande, afin d'éviter une situation de crise systémique qui déstabiliserait l'ensemble du système financier par effet de contagion. L'intransigeance n'est donc pas de mise, et la meilleure attitude à adopter est celle de la conciliation : si l'Islande est contrainte de rembourser, elle doit pouvoir bénéficier de conditions clémentes (rééchelonnement de la dette, taux d'intérêt bas,...).

Quelle que soit la solution retenue, le cas islandais est riche d'enseignements. Il plaide pour la mise en place d'une réglementation prudentielle véritablement efficace. Il rappelle également que l'appartenance à la zone euro est un gage de stabilité financière pour les petites économies ouvertes, alors même que certains petits pays de la zone euro (Grèce, Irlande) découvrent les contraintes de la monnaie unique - la perte de l'outil monétaire comme instrument de politique économique, et ses conséquences budgétaires. L'adoption de la monnaie unique a permis à ces petits pays, ayant suivi un modèle de libéralisation financière proche de celui de l'Islande, d'éviter de se retrouver dans le maelström islandais... du moins pour le moment.

Céline Antonin

[4] Hors mois de décembre 2009 (données non disponibles)