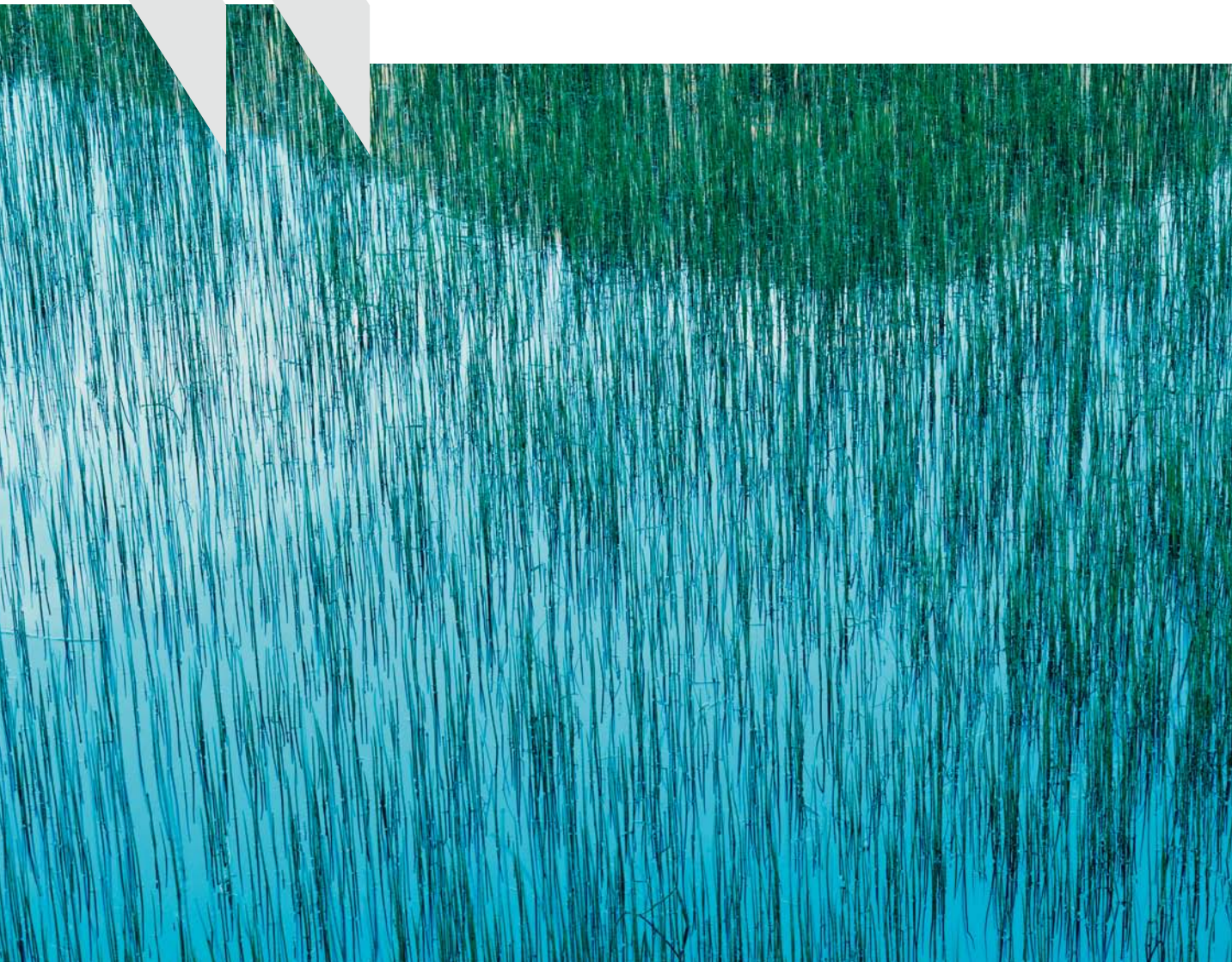




**Études économiques  
de l'OCDE**

**ISLANDE**





**Études économiques  
de l'OCDE :  
Islande  
2009**



# ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

L'OCDE est un forum unique en son genre où les gouvernements de 30 démocraties œuvrent ensemble pour relever les défis économiques, sociaux et environnementaux que pose la mondialisation. L'OCDE est aussi à l'avant-garde des efforts entrepris pour comprendre les évolutions du monde actuel et les préoccupations qu'elles font naître. Elle aide les gouvernements à faire face à des situations nouvelles en examinant des thèmes tels que le gouvernement d'entreprise, l'économie de l'information et les défis posés par le vieillissement de la population. L'Organisation offre aux gouvernements un cadre leur permettant de comparer leurs expériences en matière de politiques, de chercher des réponses à des problèmes communs, d'identifier les bonnes pratiques et de travailler à la coordination des politiques nationales et internationales.

Les pays membres de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Chili, la Corée, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, le Mexique, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque, la République tchèque, le Royaume-Uni, la Slovénie, la Suède, la Suisse et la Turquie. La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE.

Les Éditions OCDE assurent une large diffusion aux travaux de l'Organisation. Ces derniers comprennent les résultats de l'activité de collecte de statistiques, les travaux de recherche menés sur des questions économiques, sociales et environnementales, ainsi que les conventions, les principes directeurs et les modèles développés par les pays membres.

ISBN 978-92-64-05497-4 (imprimé)

ISBN 978-92-64-05498-1 (PDF)

Série : Études économiques de l'OCDE

ISSN 0304-3363 (imprimé)

ISSN 1684-3428 (PDF)

Études économiques de l'OCDE : Islande

ISSN 1995-3259 (imprimé)

ISSN 1999-0316 (PDF)

Publié également en anglais.

**Crédits photo :** Couverture © Pat O'Hara/The Image Bank/Getty Images.

Les corrigenda des publications de l'OCDE sont disponibles sur : [www.oecd.org/editions/corrigenda](http://www.oecd.org/editions/corrigenda).

© OCDE 2009

---

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

---

## Table des matières

|   |     |
|---|-----|
| <b>Résumé</b> .....   | 9   |
| <b>Évaluation et recommandations</b> .....  | 11  |
| <b>Chapitre 1. La crise économique et financière</b> .....  | 19  |
| Les trois principales banques islandaises sont devenues vulnérables<br>à une détérioration des marchés de capitaux mondiaux ..... | 21  |
| Les bilans du secteur privé sont devenus vulnérables après leur<br>rapide expansion .....   | 27  |
| L'économie a enregistré une expansion non soutenable tirée par<br>la demande intérieure .....                                     | 36  |
| Les banques n'ont pas pu résister à la détérioration des marchés<br>mondiaux de capitaux .....                                    | 47  |
| Les suites de l'effondrement des grandes banques islandaises .....  | 51  |
| La surveillance et la réglementation prudentielles doivent être renforcées .....  | 56  |
| Notes .....   | 62  |
| Bibliographie .....   | 63  |
| Annexe 1.A1. Progrès de la réforme structurelle .....   | 64  |
| <b>Chapitre 2. Une période délicate pour la politique monétaire et budgétaire</b> .....   | 67  |
| Les limites de la politique monétaire dans une toute petite économie<br>ouverte .....   | 68  |
| L'avenir de la politique monétaire .....  | 74  |
| D'importantes mesures d'assainissement budgétaire sont immédiatement<br>nécessaires .....   | 91  |
| Mesures visant à accroître les recettes publiques .....   | 93  |
| Mesures visant à contenir les dépenses publiques .....  | 98  |
| Conclusions .....   | 109 |
| Bibliographie .....   | 111 |
| <b>Encadrés</b>   |     |
| 1.1 La libéralisation des marchés de capitaux .....   | 21  |
| 1.2 Surveillance macro- et microprudentielle .....  | 57  |
| 1.3 Principales recommandations du rapport Jännäri sur la réglementation<br>et la surveillance prudentielles .....                | 58  |
| 1.4 Recommandations en vue d'améliorer le système financier .....   | 62  |
| 2.1 La nouvelle loi sur la Banque centrale .....  | 77  |
| 2.2 Quel est le degré de synchronisation entre l'Islande et la zone euro ? .....  | 82  |
| 2.3 Quel est le degré de souplesse de la législation islandaise de protection<br>de l'emploi (LPE) ? .....                        | 85  |
| 2.4 Mesurer l'efficacité des dépenses sociales .....  | 102 |
| 2.5 Recommandation de politique monétaire et budgétaire .....   | 110 |

**Tableaux**

|   |     |
|---|-----|
| 1.1 Avoirs extérieurs en actions .....  | 25  |
| 1.2 Positions extérieures globales dans les pays de l'OCDE, 2007 .....  | 25  |
| 1.3 Ratios prêts/dépôts des banques de dépôts nationales. ....  | 26  |
| 1.4 Crédit intérieur .....  | 28  |
| 1.5 Estimations de la dette et des avoirs extérieurs des entreprises<br>non financières .....                       | 33  |
| 1.6 Composition et dynamiques du patrimoine net des ménages .....   | 34  |
| 1.7 Décomposition des recettes et dépenses des administrations publiques .....                                      | 45  |
| 1.8 Évolutions et perspectives économiques à court terme .....  | 56  |
| 2.1 Coefficients de corrélation avec la croissance du PIB réel et l'inflation<br>dans la zone euro, 1997-2007 ..... | 82  |
| 2.2 Coefficients de corrélation des chocs sous-jacents entre l'Islande<br>et certains pays, 1997-2007 .....         | 84  |
| 2.3 Finances des administrations publiques .....  | 91  |
| 2.4 Finances des collectivités locales .....  | 107 |
| 2.5 Agriculture : Estimation du soutien aux producteurs .....   | 108 |
| 2.6 Estimation des économies réalisables par certaines mesures<br>de consolidation budgétaire .....                 | 109 |

**Graphiques**

|   |    |
|---|----|
| 1.1 Ratio actifs bancaires/PIB .....  | 23 |
| 1.2 Position extérieure globale .....   | 24 |
| 1.3 Prêts et dépôts par lieu de résidence du client .....   | 27 |
| 1.4 Évolutions des bourses des valeurs .....  | 29 |
| 1.5 Capitalisation boursière par rapport au PIB .....   | 30 |
| 1.6 Augmentation cumulée des prix réels des logements .....   | 30 |
| 1.7 Augmentation cumulée du ratio des prix des logements au revenu<br>disponible .....                      | 31 |
| 1.8 Ratio des prix des logements aux loyers réels et imputés .....  | 31 |
| 1.9 Endettement des ménages .....   | 35 |
| 1.10 Levier financier des ménages .....   | 35 |
| 1.11 Composition de la dette des ménages .....  | 36 |
| 1.12 Croissance du PIB réel .....   | 37 |
| 1.13 Part des secteurs de la construction et de l'intermédiation<br>financière dans la valeur ajoutée ..... | 39 |
| 1.14 Croissance du facteur travail .....  | 40 |
| 1.15 Croissance des taux de salaire réel .....  | 40 |
| 1.16 Croissance des taux de salaire réel dans les secteurs privé et public .....                            | 41 |
| 1.17 Productivité horaire du travail et taux de salaire de la production réelle .....                       | 41 |
| 1.18 Croissance du salaire réel et nominal .....  | 42 |
| 1.19 Inflation .....  | 42 |
| 1.20 Effets des variations du taux de change sur les prix .....   | 43 |
| 1.21 Anticipations d'inflation .....  | 43 |
| 1.22 Recettes, dépenses et capacité (besoin) de financement<br>des administrations publiques .....          | 44 |
| 1.23 Endettement des administrations publiques .....  | 46 |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| 1.24 | Investissement brut, épargne brute et capacité (besoin)<br>de financement au niveau national .....   | 46  |
| 1.25 | Contributions à la balance des opérations courantes .....  | 47  |
| 1.26 | Taux de change effectif réel .....   | 48  |
| 1.27 | Taux des swaps sur défaut de crédit (CDS) .....  | 49  |
| 1.28 | Calendrier d'amortissement des institutions financières .....  | 49  |
| 1.29 | Croissance de la demande intérieure et du PIB .....  | 54  |
| 1.30 | Récessions et reprises : la crise financière en Islande et dans<br>les « cinq grands » .....   | 57  |
| 2.1  | Taux d'inflation en moyenne annuelle, 2001-2007 .....  | 70  |
| 2.2  | Volatilité de l'inflation .....  | 71  |
| 2.3  | Volatilité de la croissance du PIB réel .....  | 72  |
| 2.4  | Principales composantes de l'indice IPC officiel .....   | 72  |
| 2.5  | Agrégats de demande et d'offre en Islande et dans la zone euro .....   | 83  |
| 2.6  | Corrélation des chocs sous-jacents et des zones d'ancrage .....  | 84  |
| 2.7  | Indicateurs OCDE de la protection de l'emploi, 2008 .....  | 86  |
| 2.8  | Taux de change effectifs réels de l'Islande et d'autres producteurs<br>de matières premières .....   | 90  |
| 2.9  | Recettes publiques : évolution récente et composition .....  | 94  |
| 2.10 | Produit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de la taxe<br>sur la valeur ajoutée collecté par l'administration centrale ..... | 95  |
| 2.11 | Dépenses publiques : évolution récente et composition .....  | 99  |
| 2.12 | Performance dans les domaines de la santé et de l'éducation .....  | 100 |
| 2.13 | Frontières d'efficience .....  | 103 |
| 2.14 | Efficience des intrants dans le système de santé .....   | 104 |
| 2.15 | Scores PISA et dépenses d'éducation par élève .....  | 105 |
| 2.16 | Efficience des intrants dans le système éducatif .....   | 107 |

Cette *Étude économique* est publiée sous la responsabilité du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'OCDE, qui est chargé d'examiner la situation économique des pays membres.

La situation économique et les politiques de l'Islande ont été examinées par le Comité le 6 juillet 2009. Le projet de rapport a été ensuite révisé à la lumière de la discussion et finalement approuvé par le Comité plénier le 20 juillet 2009.

Le projet de rapport du Secrétariat a été rédigé pour le Comité par David Carey et Andrea De Michelis sous la direction de Patrick Lenain. La recherche statistique a été assurée par Roselyne Jamin.

L'*Étude précédente* de l'Islande a été publiée en février 2008.

Des renseignements sur cette *Étude* ou sur des *Études* publiées précédemment ainsi que sur la façon dont elles sont préparées sont disponibles [www.oecd.org/eco/surveys](http://www.oecd.org/eco/surveys).

### Ce livre contient des...



**StatLinks**

**Accédez aux fichiers Excel®  
à partir des livres imprimés !**

En bas à droite des tableaux ou graphiques de cet ouvrage, vous trouverez des *StatLinks*. Pour télécharger le fichier Excel® correspondant, il vous suffit de retranscrire dans votre navigateur Internet le lien commençant par : <http://dx.doi.org>.

Si vous lisez la version PDF de l'ouvrage, et que votre ordinateur est connecté à Internet, il vous suffit de cliquer sur le lien.

Les *StatLinks* sont de plus en plus répandus dans les publications de l'OCDE.



## STATISTIQUES DE BASE DE L'ISLANDE 2008

### LE PAYS

|   |     |   |         |
|---|-----|---|---------|
| Superficie totale (en milliers de km <sup>2</sup> )         | 103 | Population des villes principales, 1 <sup>er</sup> janvier 2009 |         |
| Superficie productive (en milliers de km <sup>2</sup> )     | 24  | Reykjavík   | 119 547 |
| dont :  |     | Kópavogur   | 29 976  |
| Superficie cultivée   | 2   | Hafnarfjörður   | 25 850  |
| Pâturages naturels  | 22  |   |         |
| Superficie non productive (en milliers de km <sup>2</sup> ) | 79  |   |         |

### LA POPULATION

|  |         |  |      |
|--|---------|--|------|
| Population, 1 <sup>er</sup> janvier 2009 | 319 368 | Répartition de l'emploi, 2008 (en pourcentage) |      |
| Accroissement net 1999-2009,             |         | Agriculture                                    | 2.5  |
| moyenne, %                               | 1.5     | Pêche et traitement du poisson                 | 4.1  |
| dont :                                   |         | Autres industries manufacturières              | 9.7  |
| Immigration nette                        | 0.7     | Construction, total                            | 9.8  |
|  |         | Commerce                                       | 13.9 |
|  |         | Transport et communication                     | 6.4  |
|  |         | Autres services                                | 53.6 |

### LE GOUVERNEMENT ET LE PARLEMENT

|   |      |  |      |
|---|------|--|------|
| Indicateurs du secteur public en % du PIB |      | Composition de l'actuel Parlement :        | 2009 |
| Consommation                              | 24.6 | Alliance                                   | 20   |
| Recettes totales                          | 43.5 | Parti indépendant                          | 16   |
| Dette brute                               | 93.2 | Alliance des Verts de gauche               | 14   |
| Dette nette                               | 20.5 | Parti du Progrès                           | 9    |
|   |      | Dernière élection générale : 25 avril 2009 |      |
|   |      | Prochaine élection générale : 2013         |      |

### LA PRODUCTION ET LA FORMATION DU CAPITAL

|                                   |           |   |         |
|-----------------------------------|-----------|---|---------|
| Produit intérieur brut en 2008    |           | Formation brute de capital fixe en 2008 |         |
| Millions de couronnes islandaises | 1 465 065 | Millions de couronnes islandaises       | 350 438 |
| Par habitant, en USD              | 52 132    | En % du PIB                             | 23.9    |
| Par habitant, en USD PPA          | 36 499    |   |         |

### LE COMMERCE EXTÉRIEUR

|   |      |   |      |
|---|------|---|------|
| Exportations de biens et services en 2008 |      | Importations de biens et services en 2008         |      |
| En % du PIB                               | 44.7 | En % du PIB                                       | 47.6 |
| Principales exportations en 2008          |      | Ventilation des importations par produit, en 2008 |      |
| En % des exportations de marchandises     |      | En % des importations de marchandises             |      |
| Produits à base de poisson                | 36.7 | Biens de consommation                             | 21.9 |
| Aluminium                                 | 39.0 | Biens d'équipement et matériel de transport       | 34.4 |
| Autres produits manufacturés              | 13.1 | Produits intermédiaires                           |      |
| Produits agricoles                        | 1.4  | Carburants et lubrifiants                         | 12.3 |
| Divers                                    | 9.8  |   |      |

### LA MONNAIE

|  |  |                         |       |
|--|--|-------------------------|-------|
| Unité monétaire : la couronne islandaise |  | Unité monétaire par USD |       |
|  |  | Année 2008              | 88.0  |
|  |  | Juin 2009               | 126.4 |



## Résumé

**D**ans le contexte de la tourmente financière et de la récession mondiale, l'Islande a été frappée par une crise bancaire d'ampleur sans précédent et l'économie a plongé dans une profonde récession. La crise du système bancaire a été en partie la conséquence de la fermeture soudaine des marchés financiers mondiaux. Mais les stratégies d'expansion agressives des banques islandaises, sur fond de surveillance inefficace, les ont rendues extrêmement vulnérables. Confronté à des événements aux conséquences économiques et sociales potentiellement dramatiques, le gouvernement a sollicité l'appui de la communauté internationale pour son programme d'ajustement à moyen terme afin de rétablir la crédibilité de son action et la croissance économique. Des progrès ont été accomplis vers la mise en œuvre du programme, mais il reste beaucoup à faire.

### **Les carences de la surveillance financière révélées par la crise doivent être corrigées.**

À la suite de leur privatisation en 2003, les banques se sont rapidement développées et sont devenues surdimensionnées par rapport à la taille de l'économie, au point qu'il n'a plus été possible de les renflouer lorsqu'elles se sont trouvées en grande difficulté. En outre, elles sont devenues si complexes et si interdépendantes que les autorités de surveillance financière, avec leurs pouvoirs limités, n'étaient plus en mesure de restreindre efficacement leurs activités. À l'avenir, la stabilité financière exigera un système bancaire plus modeste et plus simple, une surveillance plus rigoureuse et un solide dispositif macro et microprudentiel, axé sur les risques à la fois systémiques et individuels.

**Pour que la reprise économique s'affirme, il faut que le système bancaire fonctionne de nouveau sans heurts.** Dans le sillage de la crise, les autorités ont créé trois nouveaux établissements bancaires et y ont transféré la totalité des dépôts intérieurs et des créances sur les résidents précédemment détenus par les anciennes banques. S'il constitue une solution temporaire efficace, le dispositif actuel n'est pas viable à terme. Les nouvelles banques détiennent des actifs compromis, elles sont surdimensionnées et ne devraient pas rester en permanence dans le giron de l'État. Les autorités devraient prendre les mesures nécessaires pour préparer leur privatisation et devraient encourager les banques étrangères à y prendre part.

**La suppression du contrôle des mouvements de capitaux devra commencer dès que possible.** Le programme soutenu par l'accord de confirmation avec le FMI a instauré des restrictions sur les flux de capitaux pour éviter des sorties massives, stabiliser le taux de change et protéger les ménages et les entreprises exposés à d'importants risques de change non couverts. Ces restrictions devraient être levées dès que cela sera faisable sans danger, pour permettre la reprise de relations financières normales avec les marchés étrangers.

**Si elle devait adhérer à l'UE, l'Islande serait bien avisée de demander à entrer dès que possible dans la zone euro, de façon à profiter de ses avantages économiques.** Les politiques monétaires antérieures fondées à la fois sur le ciblage du taux de change et sur les objectifs d'inflation ont produit des résultats peu satisfaisants. En rejoignant la zone euro, l'Islande devrait profiter des avantages de la crédibilité de la BCE, notamment des primes de risque plus basses.

**Un assainissement budgétaire énergique s'impose pour remettre les finances publiques sur une trajectoire durable.** *L'effondrement des institutions financières de l'Islande a alourdi la dette publique, tandis que la récession et la montée des coûts du service de la dette entraînent un creusement considérable du déficit budgétaire. Les mesures budgétaires correctrices devraient continuer d'être appliquées. Initialement, l'assainissement prendra la forme de hausses d'impôts, mais par la suite il faudra augmenter la part des réductions de dépenses. Il existe de larges possibilités de réduire les dépenses de santé et d'éducation sans nuire à la qualité des services fournis, comme indiqué dans les précédentes Études économiques de l'OCDE sur l'Islande.*

## Évaluation et recommandations

L'Islande a plongé dans sa récession économique la plus profonde depuis des décennies, après avoir succombé à une crise de financement généralisée et à un effondrement de la demande intérieure. L'asphyxie des banques islandaises s'est produite dans le contexte d'un tassement des marchés mondiaux de capitaux, qui a atteint son paroxysme en septembre 2008 avec la faillite de Lehman Brothers. Au quatrième trimestre de l'année dernière, presque tous les pays de l'OCDE subissaient de fortes contractions du PIB réel et le commerce mondial était en chute libre. Après trois années d'expansion rapide, la situation économique de l'Islande s'est également aggravée lorsque les trois premières banques du pays ont fait faillite, que les marchés financiers ont été paralysés et que les relations financières avec les autres pays ont été interrompues. Certes, l'Islande est en partie victime de la crise internationale, mais sa situation dramatique reflète surtout l'inefficacité du contrôle bancaire, l'agressivité exceptionnelle des banques et l'orientation inappropriée des politiques économiques au cours de ces dernières années. Le gouvernement a mis au point un programme d'ajustement à moyen terme visant à rétablir la crédibilité de son action et la croissance économique et ce programme est mis en œuvre dans le cadre d'un accord de confirmation du FMI. La présente *Étude* analyse les origines des graves difficultés bancaires et macroéconomiques de l'Islande ainsi que les mesures requises pour une reprise durable.

---

### *L'effondrement des trois principales banques islandaises a déclenché une profonde crise*

---

Une crise bancaire d'une gravité exceptionnelle se déroule en Islande. Après cinq années de vive expansion, les trois premières banques du pays, représentant 85 % du système bancaire, se sont toutes effondrées durant la même semaine d'octobre 2008. La faillite des banques islandaises n'a pas été un événement isolé : dans la plupart des autres pays de l'OCDE, les banques ont été soumises à de fortes tensions par suite de l'effondrement brutal des marchés financiers mondiaux. Mais les banques islandaises étaient particulièrement vulnérables à un choc de ce type car leurs stratégies très agressives les exposaient à un risque massif sur les marchés d'actions, et elles avaient largement recouru à des sources de financement précaires. Dès leur faillite, les trois établissements ont été mis en redressement judiciaire et de nouvelles banques ont été créées pour permettre au système de paiements intérieur de continuer à fonctionner sans difficulté. Des négociations complexes entre les nouvelles banques et les créanciers étrangers des anciennes banques ont été nécessaires pour parvenir à un règlement définitif. Avec le recul, il apparaît que les autorités de surveillance financière de l'Islande ont été débordées par la complexité du système bancaire national et se sont montrées incapables d'enrayer l'expansion des établissements. En outre, il n'existait pas de cadre

macroprudentiel qui aurait réagi aux évolutions non soutenables dans les domaines du crédit, de l'endettement et du risque. En fin de compte, la taille des banques excédait de très loin les capacités limitées des autorités islandaises de les renflouer. Bien que la taille du secteur bancaire ait été sensiblement réduite, il faudra repenser le dispositif de réglementation et de contrôle.

#### La récession est vouée à être plus profonde que dans la plupart des autres pays de l'OCDE

Conséquence directe de la crise, l'Islande est entrée dans une profonde récession. L'économie avait déjà commencé à faiblir au premier semestre 2008, mais après la défaillance des banques la contraction de toutes les composantes de la demande intérieure s'est fortement accentuée. L'érosion de la demande interne est déjà beaucoup plus prononcée que dans les autres pays de l'OCDE. Les effectifs et le temps de travail ont été considérablement réduits, de sorte que le taux de chômage a bondi de 2.5 % au troisième trimestre 2008 à 7.1 % au premier trimestre 2009. Une baisse brutale du taux de change de la couronne islandaise a entraîné une poussée initiale de l'inflation, mais celle-ci était redescendue à 11.6 % en mai 2009, les effets de la dépréciation s'estompant, tandis que les conditions économiques déprimées ont érodé le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix. Les salaires se sont rapidement ajustés à la crise : ils ont baissé de 6¾ pour cent en termes réels au cours des douze mois achevés en avril 2009, le recul étant beaucoup plus marqué dans le secteur privé que dans le secteur public. Sur la base des politiques macroéconomiques annoncées (voir ci-après), l'OCDE prévoit une profonde récession cette année, le PIB se contractant de quelque 7 %, puis une reprise graduelle à partir de l'an prochain, à supposer que les grands projets énergétiques soient mis en œuvre comme prévu. Le taux de chômage devrait culminer à 10 % en 2010 tandis que l'inflation retomberait aux alentours de 2½ pour cent.

#### Un accord de confirmation a été conclu avec le FMI

Confrontées à une crise sans précédent, les autorités islandaises ont sollicité l'aide du FMI et sont convenues d'un programme appuyé par un accord de confirmation. Dans l'immédiat, ce programme vise à empêcher une nouvelle et forte dépréciation de la couronne pour atténuer le risque d'effets préjudiciables sur la balance des paiements, résultant notamment du poids élevé de la dette libellée en devises et indexée sur l'inflation dans l'économie nationale. À cette fin, le programme prévoit une politique monétaire restrictive pour rendre les actifs en couronnes plus attrayants, et maintient le contrôle des changes sur le compte des opérations en capital. Au-delà de cet objectif immédiat, le programme vise à rétablir un fonctionnement harmonieux du système bancaire. Il appelle aussi à un énergique assainissement budgétaire pour préserver la viabilité à moyen terme. L'accord de confirmation envisage l'accès à des financements officiels, provenant du FMI et d'autres sources, pour un montant d'environ 5 milliards USD.

#### Les banques islandaises ont adopté des stratégies extrêmement risquées qui les ont condamnées

L'effondrement financier résulte essentiellement des stratégies risquées appliquées par les banques. Une fois achevée la privatisation bancaire en 2003, les nouveaux

propriétaires ont engagé les banques sur une trajectoire d'expansion internationale et de prise de risque accrue. Les conditions sur les marchés financiers mondiaux étaient alors propices et permettaient aux banques de financer leur expansion à bon compte, principalement en faisant appel aux marchés de gros. Les établissements se sont développés très rapidement, portant leurs actifs consolidés à l'équivalent de 880 % du PIB islandais à la fin de 2007, ce qui représentait un montant énorme à tous points de vue. Au fur et à mesure de leur expansion, les banques ont prêté de plus en plus à quelques sociétés d'investissement islandaises, généralement contrôlées par les principaux actionnaires des établissements bancaires, qui prenaient des participations dans des entreprises étrangères. Pour financer ces prêts, les banques ont emprunté sur les marchés financiers étrangers, de sorte que la dette extérieure nette de l'Islande a augmenté de 142 points de PIB entre fin 2003 et fin 2007. Cette stratégie exposait indirectement les banques au risque des marchés d'actions. À la suite de la tourmente financière mondiale de septembre 2008, les craintes sur la solvabilité des trois banques islandaises se sont généralisées, les coupant de fait des marchés de gros et empêchant le refinancement des obligations arrivées à échéance. Comme les banques étaient bien trop grandes pour que l'État puisse les recapitaliser, l'Autorité de surveillance financière (FME) n'a eu d'autre choix que de les placer toutes en règlement judiciaire.

---

*Afin de limiter l'accumulation de risques systémiques, il doit y avoir une interaction de la surveillance macroprudentielle et de la surveillance microprudentielle*

---

L'expansion des banques a entraîné un accroissement considérable du risque systémique dans le système financier de l'Islande, car tous les établissements étaient fortement exposés aux mêmes facteurs de risque : une réduction de la liquidité sur les marchés obligataires mondiaux, un affaiblissement des marchés d'actions et une dépréciation du cours de change. En outre, le crédit bancaire intérieur alimentait une très vive hausse des prix des actifs en Islande, aggravant ainsi les risques. Enfin, les banques ont atteint des dimensions telles que le gouvernement islandais n'était plus en mesure de les renflouer. Dans ces conditions, l'activité bancaire est devenue très dangereuse lorsque la crise financière mondiale s'est accentuée. *Afin de limiter l'accumulation de risques systémiques dans l'avenir, il faut que l'autorité de surveillance macroprudentielle soit légalement fondée à refréner le comportement des banques, au moyen par exemple de normes de solvabilité anticycliques.* Pour mettre en œuvre efficacement cette réforme, il sera peut-être nécessaire de fusionner la Banque centrale d'Islande – autorité de surveillance macroprudentielle – et la FME – autorité de surveillance microprudentielle –, ou du moins de les placer sous la même tutelle administrative (comme en Finlande et en Irlande), conformément à ce qui est prévu.

---

*Les autorités de contrôle bancaire doivent énoncer des règles plus rigoureuses et les appliquer plus strictement*

---

Même s'il faudra un certain temps pour bien comprendre les causes de la crise financière, des études commandées par les autorités donnent certaines indications. Le rapport de M. Jännäri, l'ancien responsable du contrôle bancaire finlandais, note que la

première grande erreur commise a consisté à permettre à des groupes d'investisseurs locaux (affichant des projets d'expansion ambitieux) de prendre des participations de contrôle dans les établissements de crédit qui ont été privatisés. La FME n'était pas satisfaite de cette décision, qu'elle jugeait politique, mais a donné son aval à l'issue de délibérations laborieuses. Le rapport relève aussi toute une série de pratiques qui ailleurs auraient été jugées incompatibles avec la réglementation bancaire fondamentale. Les établissements semblaient bien capitalisés, mais les données recueillies donnent à penser que leurs fonds propres étaient de médiocre qualité, et provenaient parfois de parties apparentées. Les banques étaient fortement exposées sur des groupes d'investissement mais aussi les unes envers les autres (par le biais des participations croisées), d'où une grande vulnérabilité commune. Certes, la réglementation bancaire de l'Union européenne avait été largement transposée en droit national, mais les autorités de surveillance islandaises n'ont pas pu gérer la complexité et l'étendue d'un système qui s'est développé rapidement, et elles ont appliqué les règles d'une manière excessivement légaliste. *Dans l'avenir, les autorités de contrôle islandaises ne devraient pas laisser le secteur bancaire se transformer en une structure si complexe et si vaste qu'ils se trouvent dans l'impossibilité de s'acquitter pleinement de leur mission de tutelle. En outre, les autorités de contrôle bancaire devraient fixer des règles plus rigoureuses et, partant, appliquer des dispositions plus strictes concernant les engagements importants, les prêts à des parties liées et la qualité des propriétaires, et user si nécessaire de leur juste appréciation.*

---

#### Le Fonds de garantie des dépôts et des investisseurs a besoin d'être réformé

Une importante question bancaire transnationale soulevée par la crise financière tient au fait que les systèmes nationaux de garantie des dépôts ne disposent peut-être pas des ressources suffisantes pour honorer les obligations minimales de l'UE en matière de garantie des dépôts. L'État a dû soutenir le Fonds islandais de garantie des dépôts et des investisseurs pour lui permettre de remplir ces obligations, exposant ainsi les contribuables islandais à des coûts élevés. Tandis que ce problème dépasse le cadre de l'Islande et exigerait des réformes des pratiques communautaires, *les autorités islandaises devraient revoir et améliorer le système d'assurance des dépôts, en suivant de près les évolutions au sein de l'UE, afin d'éviter aux contribuables de nouveaux coûts élevés.*

---

#### La reprise économique passe par le retour à un fonctionnement satisfaisant du système bancaire

Après l'effondrement du système bancaire, les autorités ont décidé de créer trois nouvelles banques en y transférant les dépôts intérieurs et les créances sur les résidents auparavant détenus par les anciens établissements, ce qui revient à séparer les opérations intérieures des opérations avec l'étranger. Cette initiative a préservé le fonctionnement du système de paiements intérieurs, mais les nouvelles banques n'ont pas de fonds propres et une incertitude considérable entoure la valeur de leurs actifs et de leurs passifs. Dès que les instruments d'indemnisation entre les nouvelles et les anciennes banques auront été émis, le gouvernement recapitalisera les nouvelles banques, ce qui leur permettra d'offrir davantage de services d'intermédiation financière à des conditions normales. *Afin d'éliminer les incertitudes sur la solidité des bilans des nouvelles banques, le gouvernement devrait*



transférer les actifs intérieurs de faible qualité dans une société de gestion d'actifs, qui les liquidera à terme. En outre, il apparaît que les banques restent surdimensionnées par rapport aux marchés islandais, ce qui affaiblit leur rentabilité. Pour rendre les banques profitables, il convient de rationaliser leurs activités, au besoin par une fusion (à condition que cela ne nuise pas à la concurrence dans les services bancaires). Toutes ces mesures aideraient à préparer les banques à une privatisation dans les prochaines années. Afin de faciliter la privatisation, il faut encourager les investissements directs étrangers dans le système bancaire islandais. D'autres petits pays comme la Nouvelle-Zélande ont constaté qu'un système bancaire presque entièrement composé de filiales intégrales bien gérées de banques étrangères fonctionne de façon satisfaisante et s'est révélé particulièrement avantageux au cours de la présente période de turbulences financières mondiales.

---

*Les conditions de la levée du contrôle  
des mouvements de capitaux doivent être  
réunies dès que possible*

---

L'Islande a imposé un contrôle des mouvements de capitaux pour empêcher que des sorties désordonnées n'entraînent une baisse de la valeur extérieure de la couronne, s'agissant en particulier de sorties imputables à des investisseurs non résidents détenant de gros portefeuilles de valeurs mobilières libellées en couronnes, qui auraient conduit à la faillite de nombreuses entreprises dépourvues de couverture ainsi que quelques ménages. De plus, en empêchant les investissements à l'étranger, le contrôle des mouvements de capitaux a contraint de fait les créanciers nationaux à prêter à des emprunteurs nationaux, ce qui a réduit fortement la prime de risque et abaissé les taux d'intérêt du marché. Néanmoins, la levée du contrôle des mouvements de capitaux devrait commencer dès que cela sera possible sans risque, pour normaliser les relations avec les marchés étrangers et permettre aux banques d'exploiter des sources financières à l'étranger. Les autorités prévoient de lever progressivement le contrôle des mouvements de capitaux une fois que l'assainissement à moyen terme des finances publiques sera bien engagé, que le secteur bancaire aura été remis sur pied et que le pays disposera de suffisamment de réserves internationales. Selon les informations disponibles, en septembre 2008 quelque 20 % de la dette des ménages étaient libellés en monnaies étrangères et n'étaient pas couverts et que 50 % des entreprises endettées en devises ne disposent pas de revenus en monnaies étrangères.

---

*La politique macroéconomique est confrontée  
à une conjoncture difficile*

---

Les défis de politique monétaire et budgétaire ont pris une ampleur considérable. L'une des principales tâches consiste à formuler une stratégie de sortie du régime temporaire de contrôle des capitaux et de taux d'intérêt élevés. Les résultats insatisfaisants obtenus avec différents régimes ces dernières années soulignent les limites d'une politique monétaire indépendante dans un pays ouvert et de très petite taille comme l'Islande, notamment dans le contexte d'entrées de capitaux considérables associées à des opérations spéculatives sur écart de rendement à l'échelle mondiale. De surcroît, la crise a imposé un coût budgétaire très lourd. Les déficits budgétaires aujourd'hui élevés devront être réduits et à terme résorbés, et il faudra infléchir la hausse de la dette nationale.

---

*Si elle devait adhérer à l'UE, l'Islande serait bien avisée de demander à entrer dans la zone euro dès que possible de façon à profiter de ses avantages économiques*

---

La crédibilité de la politique monétaire islandaise a été sérieusement mise à mal par la crise financière. Même avant la crise, des résultats insatisfaisants sur le front de l'inflation avaient déjà entamé la crédibilité du cadre monétaire ; en conséquence, les anticipations inflationnistes étaient mal ancrées. Il faudra sans doute du temps pour rétablir cette crédibilité, et même alors, la maintenir risque d'être très difficile. Entre-temps, les primes de risque sur les actifs en couronnes resteront élevées. *Compte tenu de ces considérations, la meilleure issue pour l'Islande serait de chercher à entrer dans la zone euro, ce qui implique l'adhésion à l'Union européenne.* L'Islande bénéficierait ainsi de la crédibilité de la politique monétaire de la zone euro, qui aurait une influence stabilisatrice et qui ferait baisser les primes de taux d'intérêt. La détente des taux d'intérêt réels allégerait le coût du service de la dette publique, faciliterait l'ajustement des bilans dans le secteur privé et réduirait le coût du capital pour le secteur privé. L'utilisation d'une monnaie commune renforcerait les liens commerciaux avec les autres économies de la zone euro et accroîtrait probablement la synchronicité du cycle économique. En revanche, l'Islande perdrait la possibilité d'ajuster le taux de change en cas de chocs spécifiques. Cette considération est sans doute moins importante pour l'Islande que pour d'autres pays car son économie est déjà très flexible. Néanmoins, cela souligne la nécessité de maintenir et même de renforcer la flexibilité des marchés du travail et des produits. La mise en place des conditions macroéconomiques requises pour l'adoption de l'euro – inflation faible, taux de change stable et déficit et endettement réduits – posera un problème difficile aux pouvoirs publics dans les années à venir, mais contribuera en tout état de cause à garantir la stabilisation macroéconomique nécessaire à la suite de la crise. Les autorités devront appliquer constamment des instruments de politique macroéconomique au service de ces objectifs.

---

*Dans l'immédiat, la politique monétaire devrait viser un niveau d'inflation compatible avec l'entrée dans la zone euro*

---

L'adhésion à la zone euro est toutefois assez lointaine, même dans l'hypothèse la plus optimiste. Pour l'heure, la politique monétaire doit s'attacher à soutenir la couronne et à protéger les bilans des emprunteurs non couverts. La stabilité du taux de change est le principal objectif du régime de contrôle des mouvements de capitaux, mais étant donné que celui-ci ne fonctionne pas à la perfection, la politique monétaire doit maintenir une orientation relativement restrictive. *À moins que les craintes de sorties désordonnées de capitaux ne s'atténuent, la politique monétaire devrait rester axée sur le maintien de la stabilité du taux de change, ce qui risque de limiter les possibilités de nouvelles réductions du taux d'intérêt.* Une fois le compte de capital libéralisé, un régime de taux de change administré sera de plus en plus difficile à mettre en œuvre. *Les autorités devraient donc adopter un cadre de ciblage de l'inflation visant à répondre aux critères d'inflation du traité de Maastricht, de sorte que l'IPC officiel fasse place à l'IPC harmonisé (IPCH) qui permet des comparaisons internationales.* Afin d'améliorer le fonctionnement du cadre monétaire, il convient de raffermir la crédibilité de la banque centrale. À cet égard, un premier pas a été franchi avec les réformes récentes de la politique

de communication et de la structure de gouvernance de la banque centrale, notamment la création d'un comité de politique monétaire composé de membres internes et externes dûment qualifiés, qui sera chargé de prendre les décisions en matière de taux d'intérêt. Il est également crucial que la conduite de la politique monétaire soit plus décisive que dans le passé et que le gouvernement respecte rigoureusement l'indépendance de la banque centrale.

### L'indispensable assainissement budgétaire doit se poursuivre

L'effondrement financier a entraîné un gonflement de la dette publique. Compte tenu de la récession et de l'alourdissement du service de la dette, le déficit public devrait dépasser 10 % du PIB en 2009, et viendra s'ajouter à la charge de la dette publique. Un assainissement budgétaire considérable s'impose donc pour remettre les finances publiques sur une trajectoire durable et ouvrir la voie à une entrée réussie dans la zone euro. *Le déficit devrait être fermement réduit au cours des années à venir, dans le but d'atteindre l'équilibre.* Ce profil d'évolution est compatible à ce qu'exige l'accord de confirmation avec le FMI. Des augmentations d'impôts et des réductions de dépenses seront nécessaires, même si les premières seront plus aisées à appliquer dans l'immédiat. *S'agissant des augmentations d'impôts, il faudrait tout d'abord inverser les allègements fiscaux accordés dans les années de forte expansion, car l'Islande n'a plus les moyens d'octroyer ces dégrèvements. Cela suppose d'augmenter l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de relever le taux réduit de la TVA.* Il est peu probable qu'une simple annulation des allègements fiscaux antérieurs produise des recettes suffisantes. *En choisissant d'autres mesures, il faudra donner la priorité à celles qui sont le moins préjudiciables à la croissance économique, comme l'élargissement des assiettes d'imposition, ou celles qui favorisent le développement durable, par exemple l'introduction d'une taxe sur le carbone. Les autorités devraient aussi porter les cotisations d'assurance-chômage jusqu'à un niveau qui permettrait comme prévu d'équilibrer les comptes du système au cours du cycle économique.*

L'assainissement budgétaire prévu exigera également d'importantes mesures de maîtrise des dépenses. *Les catégories de dépenses qui ont augmenté rapidement ces dernières années sont des cibles appropriées à cet égard.* Les salaires du secteur public ont souvent progressé à un rythme plus soutenu que dans le secteur privé, la demande de travailleurs plus qualifiés ayant augmenté sous l'impulsion d'un secteur financier alors en plein essor. *La rétention de main-d'œuvre ne constituant plus un problème, les salaires publics devraient être gelés ou même réduits en termes nominaux, ce qui suppose des baisses substantielles en termes réels, au moins en 2009.* Pour la même raison, les investissements publics, qui ont augmenté à un rythme annuel moyen proche de 10 % au cours de la période 2003-07, devraient être réduits autant que possible, comme le prévoient déjà les autorités. En outre, les plafonds de croissance des dépenses budgétaires doivent être respectés, à la différence de ce qui s'est produit dans le passé. À cet effet, il convient de renforcer le rôle de la Cour des comptes dans le contrôle du budget. Il convient d'améliorer encore les conseils sur les conséquences des décisions de politique budgétaire.

Il serait possible de réformer un certain nombre de programmes publics de façon à réduire les coûts tout en obtenant les mêmes résultats. Avant tout, comme indiqué dans le chapitre spécial de l'Étude de 2008, plusieurs options s'offrent pour augmenter l'efficacité des dépenses de santé. *Le coût de la gestion des hôpitaux, qui représente une proportion élevée des dépenses de santé, pourrait être réduit par l'instauration d'un mécanisme de partage des coûts et par la mise en place rapide d'un système de financement à l'activité qui rémunère la productivité.* Par

ailleurs, l'analyse développée dans l'Étude de 2006 laissait espérer d'importantes économies sur les dépenses d'éducation, qui pourraient être obtenues en réduisant la durée moyenne des études dans le deuxième cycle de l'enseignement secondaire pour la rapprocher des normes internationales et, comme le prévoient les autorités, en rationalisant le secteur de l'enseignement supérieur. Les communes, qui sont chargées de l'enseignement préscolaire et primaire, se trouvent aussi poussées à réduire les dépenses dans ces secteurs car leurs recettes ont baissé et leur accès aux sources de financement externe est limité. Le taux d'encadrement des élèves, plus élevé que dans d'autres pays, devrait être réduit. Plus généralement, il est encore possible de réaliser des économies en amplifiant le regroupement des communes. La crise offre aussi l'occasion de réduire les aides en faveur de l'agriculture, qui sont les plus importantes de la zone de l'OCDE.

---

*Des réformes structurelles dans d'autres domaines contribueraient aussi à poser les bases d'une reprise durable*

---

Tandis que la politique macroéconomique figure aujourd'hui au premier rang des priorités de l'action publique, cela ne devrait pas occulter le besoin de mener des réformes structurelles propices à la croissance, notamment sur le marché du travail et sur les marchés de produits. Le marché du travail est dans l'ensemble flexible, avec des taux d'activité élevés, une entrée facile pour les migrants, de fortes incitations à travailler et une indemnisation du chômage brève au regard des autres pays. L'Islande étant confrontée pour la première fois dans l'histoire récente à une hausse massive du chômage, il sera important d'éviter d'introduire des mesures qui nuiraient au bon fonctionnement du marché du travail, par exemple des taux de remplacement plus élevés et une indemnisation du chômage plus longue, car cela contribuerait à une montée du chômage de longue durée. Un autre atout du marché du travail islandais est que les salaires réels y sont très flexibles, ce qui facilite l'ajustement économique en cas de chocs. Dans le passé, les réductions du salaire réel se sont traduites par une hausse des prix à la consommation supérieure à la croissance des salaires nominaux. Si l'Islande rejoint la zone euro, la flexibilité des salaires nominaux deviendra plus importante comme mécanisme d'ajustement à des chocs asymétriques. Bien que les marchés de produits fonctionnent généralement de façon satisfaisante, plusieurs secteurs appellent l'attention, comme indiqué dans les précédentes Études de l'OCDE. Le secteur de l'énergie, dominé par une entreprise à capitaux publics, la Compagnie nationale d'électricité, devrait être ouvert aux investissements étrangers. Sur le marché hypothécaire, même si la Caisse de crédit au logement est à l'heure actuelle un élément de stabilité, les décideurs publics devront peut-être revoir son rôle, vu qu'elle bénéficie d'une garantie publique qui empêche une concurrence loyale et fausse l'allocation des ressources. Plus généralement, l'expérience acquise par les pays de la zone euro souligne la nécessité d'une plus grande flexibilité dans l'ensemble de l'économie pour que les ajustements aux chocs se déroulent sans heurts et contribuent à une croissance durable et à un niveau de vie élevé.

## Chapitre 1

# La crise économique et financière

*La crise économique et financière mondiale a frappé l'Islande avec une violence extrême. Les trois principales banques du pays, qui représentaient pratiquement l'ensemble du système bancaire, ont fait faillite en octobre 2008. Elles n'ont pas réussi à résister à la détérioration des marchés de capitaux mondiaux dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers. Les banques avaient suivi des stratégies de développement risquées – empruntant notamment sur des marchés financiers étrangers pour soutenir une expansion internationale dynamique des sociétés d'investissement islandaises –, ce qui les a rendues vulnérables à la détérioration des marchés de capitaux mondiaux. Elles avaient également atteint une taille trop importante pour que le gouvernement puisse venir à leur rescousse. Lorsque l'accès aux capitaux étrangers a été finalement fermé, les banques ont fait faillite. Les entreprises non financières et les ménages – qui s'étaient massivement endettés ces dernières années profitant de la forte valorisation de leurs garanties – étaient aussi vulnérables à la détérioration de la situation financière mondiale. Dans certains cas, la dette était libellée en devises sans que les emprunteurs n'aient d'actifs ou de revenus dans ces devises susceptibles de compenser le risque de change. À la suite de la crise du système bancaire, les pouvoirs publics ont conclu un accord de confirmation avec le FMI pour assurer des conditions d'accès favorables aux marchés de capitaux étrangers et soutenir la crédibilité du programme de redressement économique. Malgré cela, il est probable que la récession sera plus profonde en Islande que dans la plupart des autres pays de l'OCDE en raison de la gravité de la crise bancaire et de la faiblesse des bilans du secteur privé.*

Les trois principales banques islandaises, qui représentaient 85 % du secteur bancaire, ont été placées sous administration judiciaire en octobre 2008. Elles n'ont pas réussi à résister à la détérioration des marchés de capitaux mondiaux qui s'est produite dans le sillage de la faillite précipitée de Lehman Brothers. Alors que la crise financière mondiale a fait plonger la plupart des pays de l'OCDE dans la récession, il y a fort à craindre que celle-ci sera plus profonde en Islande que partout ailleurs du fait de l'effondrement du système bancaire du pays.

Les banques islandaises avaient suivi des stratégies risquées – empruntant notamment d'importants montants sur les marchés financiers étrangers pour soutenir le développement international de sociétés d'investissement islandaises –, ce qui les a rendues particulièrement vulnérables à la détérioration des marchés de capitaux mondiaux. Elles s'adonnaient, par ailleurs, à un certain nombre de pratiques qui auraient dû être plus efficacement limitées par la surveillance prudentielle. En définitive, les banques avaient atteint une taille si importante par rapport à l'économie islandaise que les pouvoirs publics n'ont pas pu les sauver. Lorsque les sources de capitaux étrangères se sont tariées, les banques ont fait faillite.

L'adaptation des entreprises non financières et des ménages islandais à la crise sera vraisemblablement douloureuse. En effet, ils s'étaient surendettés pendant les années d'expansion en profitant de la valorisation massive de leurs actifs. Dans certains cas, la dette était libellée en devises sans que les emprunteurs n'aient d'actifs ou de revenus dans ces devises susceptibles de compenser le risque de change. Maintenant que les prix des actifs ont baissé et que la couronne s'est fortement dépréciée, les entreprises et les ménages sont confrontés à la nécessité de se désendetter de manière urgente.

À la suite de l'effondrement des banques, les pouvoirs publics ont conclu un accord de confirmation avec le FMI pour assurer des conditions d'accès favorables aux marchés de capitaux étrangers et soutenir la crédibilité du programme de relance économique. Cet accord a pour but de prévenir une nouvelle dépréciation brutale de la couronne afin de réduire le risque d'effets préjudiciables sur les bilans des entreprises et les patrimoines des ménages, garantir la viabilité des finances publiques à moyen et long terme, et élaborer une stratégie complète de restructuration du système bancaire.

L'un des enseignements majeurs que l'on peut tirer de l'expérience islandaise est qu'une surveillance macroprudentielle ne peut être efficace que si elle peut obtenir les informations nécessaires de l'autorité de contrôle microprudentiel et si elle peut avoir un impact sur la surveillance microprudentielle pour limiter les comportements des banques qui mettent en danger la stabilité financière. Il y a également beaucoup à faire pour améliorer la qualité de la surveillance microprudentielle en Islande.

Ce chapitre débutera par une analyse des facteurs qui ont rendu les banques, les entreprises non financières et les ménages, respectivement, vulnérables à la détérioration des marchés de capitaux mondiaux. Il décrira ensuite la faillite des banques, son impact direct sur l'endettement public, l'accord de confirmation du FMI et

les perspectives économiques. Il s'achèvera par des commentaires sur les améliorations qu'il faut apporter à la réglementation et à la surveillance prudentielle compte tenu des enseignements de la crise.

## Les trois principales banques islandaises sont devenues vulnérables à une détérioration des marchés de capitaux mondiaux

### **Des groupes locaux d'investisseurs ont pris le contrôle des banques à la suite des privatisations**

Le déroulement et l'issue du processus de privatisation des banques – qui a eu lieu dans le cadre de la libéralisation des marchés de capitaux (encadré 1.1) – sont à l'origine des problèmes que les banques ont connus par la suite. Au lieu de répartir la propriété entre plusieurs investisseurs institutionnels et des ménages privés ou de la céder à une banque étrangère de bonne réputation (une, au moins, a manifesté son intérêt avant d'être écartée, pour des motifs protectionnistes probablement), une participation de contrôle de plus de 40 % dans la Landsbanki, qui était alors la plus grande banque du pays, a été cédée à un groupe local d'investisseurs (Samson) (Jännäri, 2009). Cette vente était largement politique. L'autorité de surveillance financière (FME) n'était pas convaincue par cette solution, mais elle l'a approuvée au début de 2003 après de longues délibérations. Cela a créé un précédent qui a empêché la FME de s'opposer à la concentration de l'actionariat dans deux autres grandes banques, la Kaupthing et la Glitnir, lorsqu'elles ont été créées dans le cadre de fusions. Ce processus a donné à des groupes locaux d'investisseurs des participations de contrôle dans les trois principales banques. Le rapport Jännäri sur la réglementation et la surveillance du système bancaire en Islande demandé par les autorités à la suite de l'effondrement des banques indique que « pour la plupart, les nouveaux actionnaires et les personnes qu'ils représentaient n'étaient pas des banquiers commerciaux traditionnels ; ils affichaient plutôt l'état d'esprit de banquiers d'affaires favorisant une stratégie de croissance rapide et des opérations agressives à fort effet de levier » (Jännäri, 2009, p. 14).

#### Encadré 1.1. La libéralisation des marchés de capitaux

Les marchés de capitaux ont été extrêmement réglementés jusque dans les années 80 (Danielsson et Zoega, 2009, pour les deux premiers paragraphes de cet encadré). Les trois principales banques étaient détenues par l'État, assujetties à une réglementation très stricte, et très politisées (des hommes politiques siégeaient aux conseils des banques et les décisions de prêt étaient souvent prises sur la base d'affiliations et de relations politiques). Des facteurs politiques influençaient aussi la structure du Conseil de la banque centrale, qui était composé, jusqu'à récemment, de trois gouverneurs représentant chacun des principaux partis politiques. Le pays était soumis à un régime de contrôle des changes et à un régime de changes fixes. Le référentiel d'indexation du taux de change a été fréquemment ajusté, en particulier dans les années 70 et 80, afin de ramener à zéro les profits moyens du secteur de la pêche. Il était de ce fait difficile de diversifier l'économie car le taux de change était maintenu à un niveau trop élevé pour que la plupart des autres secteurs puissent prospérer – exemple type du syndrome hollandais.

### Encadré 1.1. **La libéralisation des marchés de capitaux** (suite)

Le processus de libéralisation des marchés de capitaux qui a débuté dans les années 80 s'est accéléré dans les années 90, notamment en raison des obligations et des opportunités créées par la décision d'adhérer à l'Espace économique européen (EEE) en 1994<sup>1</sup>. La réglementation du système bancaire a été alignée sur celle en vigueur dans les autres pays de l'EEE et le dispositif de contrôle des changes a été supprimé. Le taux de change a été autorisé à fluctuer dans une fourchette dont les limites ont graduellement été élargies jusqu'en 2001, année au cours de laquelle il a pu flotter librement et un régime de ciblage de l'inflation a été établi. Les trois banques ont progressivement été privatisées entre la fin des années 90 et 2003, année d'achèvement d'un processus qui a soulevé de multiples accusations de favoritisme politique à l'occasion de ces privatisations.

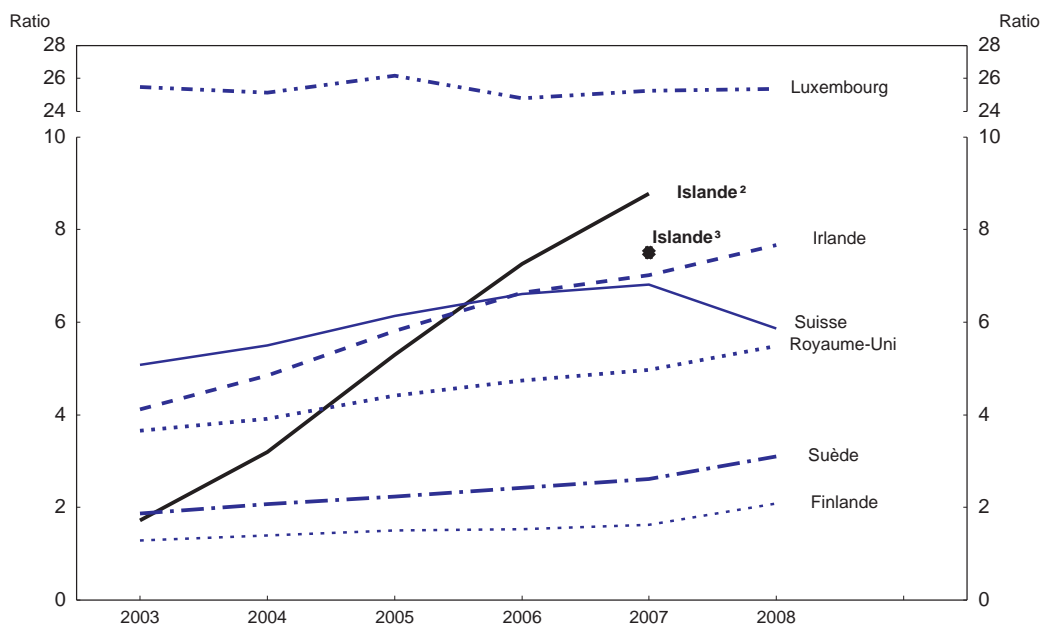
Les banques islandaises ont obtenu le droit d'ouvrir des succursales ou des filiales dans les pays de l'EEE en vertu du traité sur l'EEE ; parallèlement, des banques d'autres pays de l'EEE ont, de la même manière, obtenu le droit d'ouvrir des succursales ou des filiales en Islande, bien qu'aucune ne l'ait fait. En vertu du traité sur l'EEE, la responsabilité de la surveillance prudentielle des succursales de banques incombe au pays d'origine alors que le pays d'accueil est responsable de la surveillance des filiales. De même, la garantie des dépôts prévue par la directive de l'UE sur les systèmes de garantie des dépôts est assurée par le dispositif de garantie des dépôts du pays d'origine pour les succursales et par le dispositif du pays d'accueil pour les filiales<sup>2</sup>.

1. Fondamentalement, le traité étend à l'Islande la libre circulation des biens et des services, des capitaux et de la main d'œuvre dont les membres de l'UE bénéficient, mais sans adhésion à l'UE. Toutes les directives de l'UE concernées ont dû être transposées dans la loi islandaise, comme dans les autres pays de l'EEE.
2. On considère que le pays d'origine d'une succursale d'une filiale est le pays dans lequel la filiale est enregistrée. Par exemple, le pays d'origine d'une succursale allemande d'une filiale luxembourgeoise d'une banque islandaise est le Luxembourg.

### **Les banques ont atteint une taille très importante par rapport à l'économie islandaise**


Les banques islandaises nouvellement privatisées ont tiré parti des opportunités qui s'offraient à elles du fait de la libéralisation des marchés de capitaux et du traité sur l'EEE, ainsi que de l'assouplissement des conditions monétaires au niveau mondial, pour se lancer dans un développement massif de leurs activités. Les actifs consolidés (c'est-à-dire, incluant les actifs des filiales étrangères des banques islandaises) des trois principales banques ont augmenté de 170 % du PIB à la fin 2003 à 880 % du PIB à la fin 2007 (graphique 1.1). Par ailleurs, le ratio atteint en Islande à la fin 2007 était élevé par rapport aux autres pays, et ce, même s'il était voisin de ceux de l'Irlande et de la Suisse, et ridiculement faible par rapport à celui du Luxembourg. Dans ce dernier pays, toutefois, les actifs bancaires appartiennent aux filiales des banques étrangères, alors qu'en Irlande cela s'applique à 40% des actifs bancaires (de Larosière, 2009, p. 71). Cette situation limite le poids de l'obligation qui pèse sur les deux pays de soutenir les banques. Le cas de la Suisse est aussi différent car ses banques ont une position tellement dominante au niveau mondial qu'elles sont importantes pour le système dans d'autres pays, ce qui permet de supposer qu'il y aurait une réaction au niveau mondial si ces banques se retrouvaient au bord de la faillite. En Islande, à l'inverse, les actifs appartenaient aux banques nationales, qui n'étaient pas systématiquement importantes ailleurs que dans ce pays. Seul l'État



Graphique 1.1. **Ratio actifs bancaires/PIB<sup>1</sup>**

1. Actifs des banques agréées au niveau national en décembre – hors actifs des filiales étrangères.
2. Actifs consolidés des trois plus grandes banques-actifs des filiales étrangères compris
3. Les chiffres pour les actifs des banques agréées au niveau national (hors actifs des filiales étrangères) ne sont disponibles qu'à partir de juillet 2007.

Source : Banques centrales des pays mentionnés.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704143274234>

islandais pouvait soutenir ces banques, mais elles étaient de taille très importante par rapport à l'économie islandaise, ce qui rendait ce soutien extrêmement difficile.

Les banques ont rapidement développé à la fois leurs actifs nationaux (c'est-à-dire, les créances sur les résidents) et leurs actifs étrangers (c'est-à-dire, les créances sur les non-résidents). À la fin 2007, les actifs non consolidés des banques de dépôts nationales (lesquelles incluent les trois principales banques ainsi que toutes les autres banques agréées au niveau national) étaient répartis de manière égale entre avoirs étrangers et avoirs nationaux. Toutefois, 70 % des engagements non consolidés étaient vis-à-vis de non-résidents<sup>1</sup>.

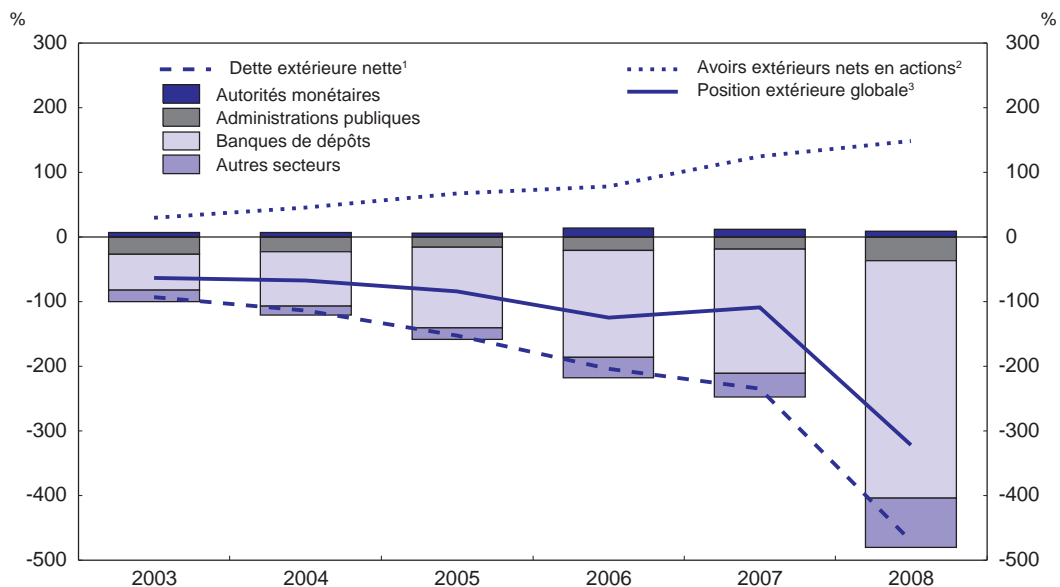
### **Les banques ont suivi une stratégie fondamentale à haut risque**

L'une des composantes importantes de la stratégie d'expansion des banques était d'emprunter sur les marchés de capitaux étrangers pour financer des prêts consentis à quelques sociétés d'investissement islandaises (telles Baugur et Samson), habituellement contrôlées par les principaux actionnaires des banques, pour prendre des participations dans le capital d'entreprises étrangères. Les effets de cette stratégie sont largement visibles au niveau de la position extérieure globale (PEG) de l'Islande qui enregistre les positions créditrices nettes des résidents sur les non-résidents réparties entre titres de capital et titres d'emprunt. La dette extérieure nette a affiché une augmentation de 142 points de PIB sur la période de quatre ans close à fin 2007 – dont pratiquement l'intégralité était imputable aux banques, alors que les avoirs nets en actions ont enregistré une progression

de 99 points de PIB – dont l'essentiel était imputable aux entreprises non financières (graphique 1.2, tableau 1.1). Cette augmentation des avoirs nets en actions a reflété des achats plutôt que des effets de réévaluation car les avoirs extérieurs nets (et la dette) sont comptabilisés au coût historique en dollar américain et le taux de change n'a pas beaucoup évolué sur cette période. La dette extérieure nette et les avoirs extérieurs nets en actions ont atteint, et de loin, les niveaux en pourcentage du PIB les plus élevés parmi les pays de l'OCDE (tableau 1.2). La position extérieure nette en actions était exceptionnelle dans la mesure où même des pays qui ont investi à l'étranger pendant des décennies n'affichaient pas des positions nettes en actions un tant soit peu comparables en pourcentage du PIB. La PEG de l'Islande en était arrivée à ressembler au bilan d'un fonds d'investissement spéculatif, avec d'importantes positions en actions financées par endettement.


Graphique 1.2. **Position extérieure globale**

En fin d'année, en pourcentage du PIB



1. La dette extérieure nette représente les créances des résidents sur les non-résidents déduction faite des créances des non-résidents sur les résidents.
2. Les avoirs extérieurs nets en actions représentent les avoirs en actions des résidents (c'est-à-dire, les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille en actions) à l'étranger en termes nets des avoirs en actions des non-résidents en Islande.
3. La position extérieure globale (PEG) est la somme de la dette extérieure nette et des avoirs extérieurs nets en actions.

Source : Banque centrale d'Islande, *Bulletin mensuel*, 2009-2.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704248343532>

Cette stratégie a indirectement exposé les banques au risque du marché des actions au niveau mondial par le biais des prêts consentis aux sociétés d'investissement islandaises massivement endettées pour acheter des actions étrangères. En cas d'important retournement baissier des marchés mondiaux d'actions, ces sociétés risquaient de devenir insolvables, entraînant des pertes pour les banques. Par ailleurs, les banques étaient indirectement exposées à ce risque boursier par le biais des achats d'actions pour le compte de clients combinés à des contrats à terme de revente des titres à ces clients, lesquels n'étaient pas tous des sociétés d'investissement. Ce dispositif correspond à un prêt garanti. De tels systèmes permettaient d'économiser sur les fonds

**Tableau 1.1. Avoirs extérieurs en actions**  
En pourcentage du PIB

|  | 2003 | 2007 | Variation |
|--|------|------|-----------|
| Avoirs extérieurs en actions des résidents                     | 43   | 214  | 171       |
| <i>Dans</i>  |      |      |           |
| Banques de dépôts nationales <sup>1</sup>                      | 2    | 23   | 21        |
| Autres établissements de crédit nationaux <sup>2</sup>         | 17   | 27   | 10        |
| Autres entreprises principalement non financières <sup>3</sup> | 24   | 164  | 140       |
| Avoirs en actions des non-résidents en Islande                 | 12   | 85   | 72        |
| Avoirs extérieurs nets en actions                              | 31   | 129  | 99        |

1. Les banques de dépôts nationales sont les banques agréées au niveau national, dont les plus importantes sont la Kaupthing, la Landsbanki et la Glitnir.
2. Essentiellement des fonds de pension.
3. Les autres secteurs incluent les entreprises non financières, les ménages, l'ensemble des administrations publiques et la banque centrale. Ni les administrations publiques, ni la banque centrale ne détenaient d'avoirs en actions significatifs sur cette période. Les participations directes en actions des ménages (les participations indirectes étant déjà prises en compte ici dans le poste d'autre établissement de crédit nationaux) n'ont pas beaucoup augmenté au cours de cette période (FMI, 2008a, p. 11).

Source: Banque centrale d'Islande, Office statistique d'Islande et calculs de l'OCDE.

**Tableau 1.2. Positions extérieures globales dans les pays de l'OCDE, 2007**  
En pourcentage du PIB

|                     | Position extérieure globale | Avoirs nets en actions | Dettes nettes |
|---------------------|-----------------------------|------------------------|---------------|
| <b>Islande</b>      | <b>-105</b>                 | <b>129</b>             | <b>-234</b>   |
| Grèce               | -94                         | -28                    | -66           |
| Hongrie             | -92                         | -54                    | -39           |
| Portugal            | -90                         | -30                    | -60           |
| Nouvelle-Zélande    | -87                         | -30                    | -57           |
| Espagne             | -70                         | -7                     | -63           |
| Australie           | -62                         | -13                    | -49           |
| Pologne             | -50                         | -37                    | -13           |
| République slovaque | -49                         | -48                    | -2            |
| Turquie             | -44                         | -29                    | -15           |
| Mexique             | -38                         | -37                    | -2            |
| République tchèque  | -35                         | -48                    | 13            |
| Finlande            | -27                         | -31                    | 4             |
| Corée               | -22                         | -25                    | 3             |
| Royaume-Uni         | -21                         | 15                     | -36           |
| États-Unis          | -18                         | 22                     | -39           |
| Irlande             | -16                         | -194                   | 178           |
| Autriche            | -15                         | -3                     | -12           |
| Zone euro           | -14                         | -8                     | -6            |
| Canada              | -8                          | 9                      | -17           |
| Danemark            | -7                          | 28                     | -35           |
| Suède               | -6                          | 29                     | -35           |
| Italie              | -5                          | 27                     | -33           |
| Pays-Bas            | 2                           | 15                     | -13           |
| France              | 13                          | 25                     | -11           |
| Allemagne           | 27                          | 11                     | 16            |
| Belgique            | 29                          | 18                     | 10            |
| Japon               | 49                          | -6                     | 54            |
| Norvège             | 55                          | 34                     | 21            |
| Luxembourg          | 104                         | -2 667                 | 2 772         |
| Suisse              | 139                         | 18                     | 122           |

Source : Banque centrale d'Islande ; FMI, *Statistiques financières internationales*.

propres réglementaires car il fallait uniquement détenir le montant correspondant à la différence de valeur entre les deux transactions au lieu du montant total du prêt. Le danger est que ces montages exposaient la banque à un risque boursier si la contrepartie n'était pas en mesure de racheter les actions au prix convenu, comme cela s'est produit à la suite du krach boursier. Pire, les actions en question étaient souvent des actions de la banque elle-même ou d'une autre banque islandaise. Cela exacerbait le risque d'amplification d'un choc sur le système bancaire, comme cela s'est effectivement produit lorsque les banques ont fait faillite et détenaient d'importants volumes d'actions bancaires sans valeur en garantie de prêts aux actionnaires des banques eux-mêmes en faillite.

### **Les banques avaient trop massivement recours au financement de marché**

Les banques islandaises ont été trop dépendantes des financements de marché. Ces derniers étaient abondants et relativement peu chers pendant la période pendant laquelle elles se développaient et ils pouvaient être mobilisés plus rapidement que les dépôts, considération non négligeable étant donné le caractère ambitieux des programmes de développement des banques. Le ratio moyen prêts/dépôts des banques a rapidement augmenté pour atteindre un point haut de 3.2 en 2005, et ce, bien qu'il ait été ramené à 2.0 à la fin 2007 après une tentative dynamique engagée pour augmenter les dépôts étrangers par l'intermédiaire de services bancaires via l'Internet, notamment au Royaume-Uni (Icesave) (tableau 1.3, graphique 1.3). Comparés aux moyennes internationales, ces ratios sont élevés pour des banques universelles. Par exemple, le ratio de HSBC, la plus grande banque d'Europe, s'est situé entre 0.84 et 1.0 ces dernières années. L'inconvénient d'avoir trop massivement recours aux marchés de capitaux pour se financer est qu'ils sont moins stables que les dépôts. En effet, l'accès à ces financements peut se fermer rapidement et d'un seul coup, comme cela s'est produit lorsque la crainte d'une insolvabilité des banques islandaises s'est amplifiée à la suite de la crise financière mondiale.

Tableau 1.3. **Ratios prêts/dépôts des banques de dépôts nationales**

|                | Prêts <sup>1</sup> | Dépôts <sup>2</sup> | Ratio |
|----------------|--------------------|---------------------|-------|
| 2003           | 918.6              | 474.8               | 1.9   |
| 2004           | 1 314.0            | 539.2               | 2.4   |
| 2005           | 2 202.8            | 699.1               | 3.2   |
| 2006           | 3 224.2            | 1 139.3             | 2.8   |
| 2007           | 5 140.5            | 2 515.1             | 2.0   |
| 2008-septembre | 8 168.4            | 3 123.3             | 2.6   |

1. En fin d'année, sauf indication contraire.

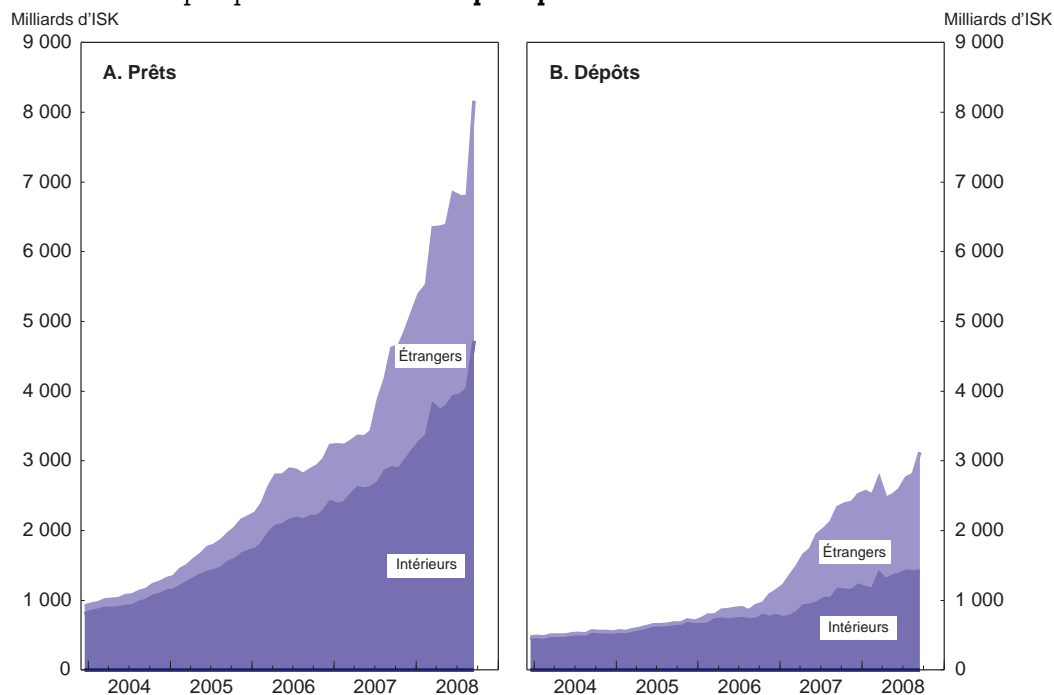
2. Milliards ISK

Source : Banque centrale d'Islande et calculs de l'OCDE.


### **Des problèmes liés à des positions de risque de gros volume, à la qualité des fonds propres et à une surveillance inappropriée des banques**

Les trois principales banques étaient exposées dans des proportions anormalement élevées à des entreprises ou des personnes massivement endettées dont la principale activité était d'investir dans des actions ou dans des opérations de capital-risque ou autres transactions spéculatives (Jännäri, 2009). Le rapport Jännäri remarque qu'il est très inhabituel pour des banques aussi importantes que celles-ci d'avoir des positions de risque aussi imposantes de cette nature. De plus, certains des clients massivement exposés avaient obtenu des prêts de plusieurs des banques, ce qui était préoccupant pour la

Graphique 1.3. Prêts et dépôts par lieu de résidence du client



Source : Banque centrale d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704276762718>

stabilité du système. Il a été très difficile pour la FME de surveiller le respect des règles relatives aux positions de gros volume et aux prêts à des personnes liées en raison du caractère complexe et opaque des structures actionnariales des banques.

Des inquiétudes planaient également sur la qualité des fonds propres des banques. Les actionnaires de contrôle – qui étaient lourdement endettés – avaient été autorisés à emprunter auprès des banques jusqu'à deux tiers de leur capital investi, apportant leurs actions de la banque en nantissement des prêts. Lorsque ces actionnaires et les banques ont eu des difficultés, les prêts ont dû être massivement dépréciés, réduisant les fonds propres des banques.

De plus, la FME n'a pas réussi à surveiller convenablement un système bancaire aussi important et complexe. Selon le rapport Jännäri, « ... le personnel de la FME (autorité de surveillance des services financiers) était très insuffisant, tant en termes d'effectifs que de diversité des compétences, pour surveiller et réglementer un système bancaire aussi important et actif au niveau international que celui de l'Islande » (Jännäri, 2009, p. 7). Les inquiétudes relayées sur les marchés de capitaux selon lesquelles les banques islandaises n'étaient pas surveillées d'aussi près que d'autres banques dans l'UE, même si les réglementations prudentielles respectaient la réglementation de l'UE et de Bâle, semblent avoir été tout à fait justifiées.

## Les bilans du secteur privé sont devenus vulnérables après leur rapide expansion

### Un boum du prix des actifs lié au développement du crédit

Le crédit intérieur (de tous les établissements de crédit nationaux, pas uniquement des banques) au secteur privé non financier a progressé à un rythme moyen annuel de 30 %

sur les quatre années jusqu'à la fin décembre 2007, période pendant laquelle les banques se sont développées rapidement (tableau 1.4). L'essentiel de cette croissance était attribuable aux banques qui augmentaient substantiellement leurs parts de marché. Le crédit intérieur aux entreprises non financières a crû à un rythme annuel moyen beaucoup plus rapide que le crédit aux ménages. Les banques ont conservé une forte part du marché du crédit aux entreprises non financières, mais doublé leur part sur le marché du crédit aux ménages, même si ce type de crédit n'a continué de représenter qu'une petite partie des activités de prêt totales des banques.

**Tableau 1.4. Crédit intérieur**

En pourcentage du PIB

|      | Banques de dépôts nationales <sup>1</sup> |         |       | Autres établissements de crédit nationaux |         |       | Total                       |         |       |
|------|---|---------|-------|---|---------|-------|-----------------------------|---------|-------|
|      | Entreprises non financières               | Ménages | Total | Entreprises non financières               | Ménages | Total | Entreprises non financières | Ménages | Total |
| 2003 | 75  | 22      | 98    | 24  | 70      | 93    | 100                         | 92      | 191   |
| 2004 | 92  | 33      | 125   | 30  | 61      | 91    | 122                         | 94      | 216   |
| 2005 | 128                                       | 53      | 181   | 36  | 53      | 89    | 164                         | 106     | 270   |
| 2006 | 159                                       | 61      | 220   | 47  | 52      | 99    | 206                         | 113     | 319   |
| 2007 | 186                                       | 64      | 250   | 51  | 55      | 106   | 237                         | 119     | 356   |

1. Les banques de dépôts nationales sont les banques agréées au niveau national.

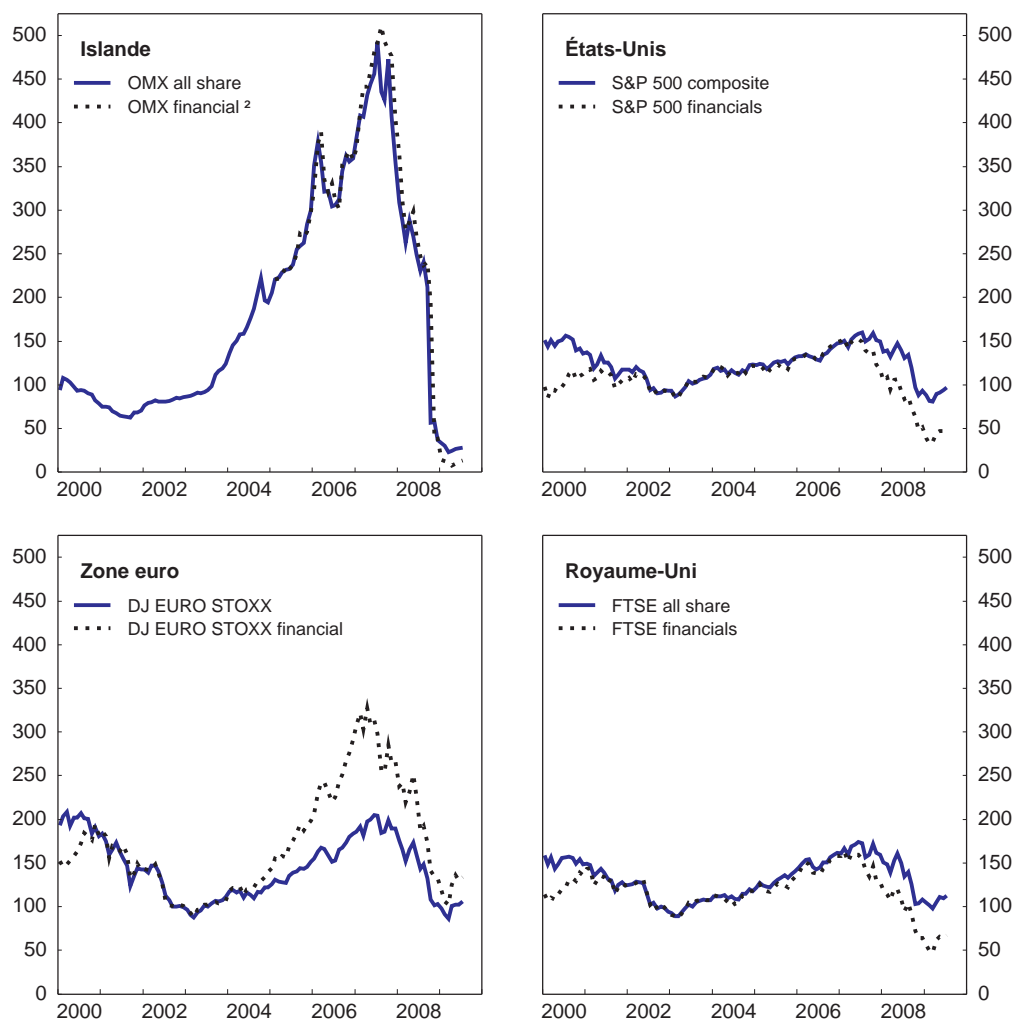
Source : Banque centrale d'Islande, Office statistique d'Islande et calculs OCDE.

Le rythme élevé de croissance du crédit intérieur a exercé des tensions à la hausse sur les prix des actions locales. Le marché boursier islandais (indice OMX Iceland All Share) a progressé de 390 % sur la période de la mi-2003 à la mi-2007, date à laquelle il a atteint un pic (graphique 1.4). Cette hausse a dépassé, et de loin, celles des bourses des valeurs d'autres pays de l'OCDE. La capitalisation boursière de l'Islande par rapport au PIB a fait un bond, passant de deux tiers du PIB à la mi-2003 à 2.5 fois le PIB quatre ans plus tard (graphique 1.5). Ce passage rapide à une capitalisation boursière élevée par rapport au PIB semble illustrer le gonflement d'une bulle boursière majeure. Ce sentiment est renforcé si l'on tient compte du fait que l'excédent d'exploitation du secteur privé hors ménages est tombé de 21 % du PIB en 2003 à 16 % du PIB en 2007, ce qui indique que la capitalisation boursière a encore plus augmenté par rapport aux bénéfices des entreprises (sur la base des comptes nationaux) que par rapport au PIB.

Les prix des logements se sont aussi fortement appréciés, mais pas dans des proportions aussi spectaculaires toutefois que les cours des actions. Les prix réels des logements ont progressé de 89 % du premier trimestre 2000 au dernier trimestre 2007, date à laquelle ils ont atteint leur pic (graphique 1.6). La hausse a été particulièrement prononcée en 2005, lorsque les banques – jusqu'alors très peu présentes sur le segment des prêts hypothécaires – ont commencé à développer de manière dynamique leur part de marché (à partir d'un faible niveau)<sup>2</sup>. La hausse des prix réels des logements pendant cette décennie a été comparable à celle qui s'est produite dans un certain nombre de pays de l'OCDE ayant aussi connu un boum des prix des logements. Les prix réels des logements ont commencé à baisser dans tous ces pays, mais ce recul a été particulièrement rapide en Islande : la moitié de la progression enregistrée jusqu'au point culminant avait été effacée au début 2009. À l'inverse, l'augmentation des prix des logements par rapport au revenu disponible<sup>3</sup> a été relativement modeste au regard des comparaisons internationales (graphique 1.7). Cet indicateur du taux d'effort s'améliore depuis 2006 et avait rattrapé en 2008 ses niveaux antérieurs au boum du crédit. Le ratio des prix des logements aux loyers

Graphique 1.4. Évolutions des bourses des valeurs<sup>1</sup>


Indice, 2003 = 100



1. Données en milieu de mois.

2. Les données financières de l'OMX débutant à la mi-janvier 2005, elles ont été indexées sur la valeur de l'indice OMX All Share à ce moment-là.

Source : Datastream.

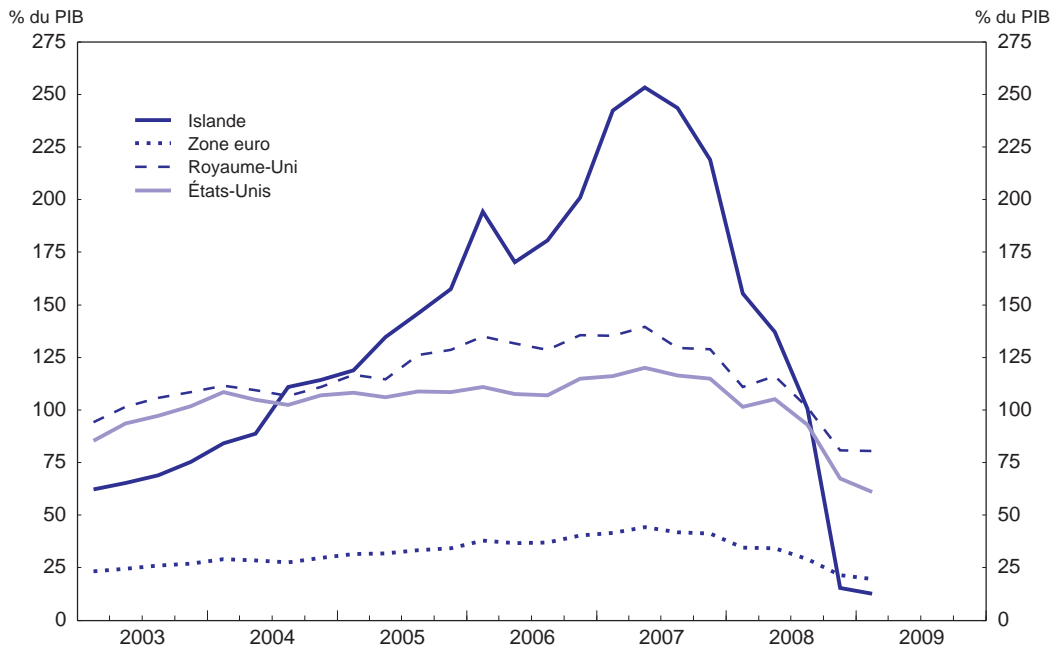
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704310265374>

réels a augmenté beaucoup plus que le ratio des prix aux loyers imputés – il est donc devenu beaucoup plus onéreux d'être propriétaire d'un logement que d'en louer un malgré la baisse des taux d'intérêt réels –, ce qui indique que les prix des logements devenaient très surévalués (à supposer qu'ils n'étaient pas initialement sous-évalués) (graphique 1.8). Ce ratio était retombé au début 2009 à son niveau du début 2003. De la même manière, les prix des logements sont aussi devenus surévalués dans un certain nombre de pays de l'OCDE ces dernières années (OCDE, 2005, *Perspectives économiques de l'OCDE* n° 78)<sup>4</sup>.

### La dette des entreprises non financières a considérablement augmenté, exposant ces dernières à un risque de tensions financières

La hausse de la bourse des valeurs a fourni une garantie aux entreprises non financières, leur permettant d'emprunter pour se développer. Leur endettement total a

Graphique 1.5. Capitalisation boursière par rapport au PIB<sup>1</sup>



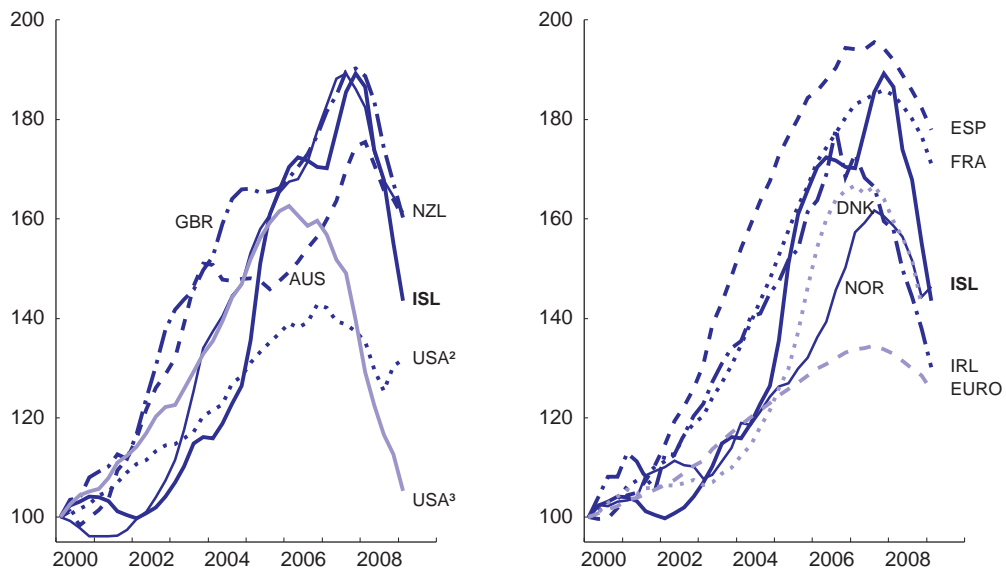
1. Pour l'Islande : capitalisation de la cote principale de l'ICEX, de l'autre cote et de First North ; zone euro : DJ EURO STOXX ; Royaume-Uni : FTSE All Share ; États-Unis : indice Datastream.

Source : Office statistique d'Islande ; Datastream ; OCDE, Base de données analytique.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704352445473>

Graphique 1.6. Augmentation cumulée des prix réels des logements<sup>1</sup>

Indice, T1 2000 = 100



1. Déflaté par l'IPC harmonisé. Pour l'Australie, les États-Unis et la Nouvelle-Zélande, l'indice RBA, tous secteurs hors logement et services d'assurance et financiers, a été utilisé.

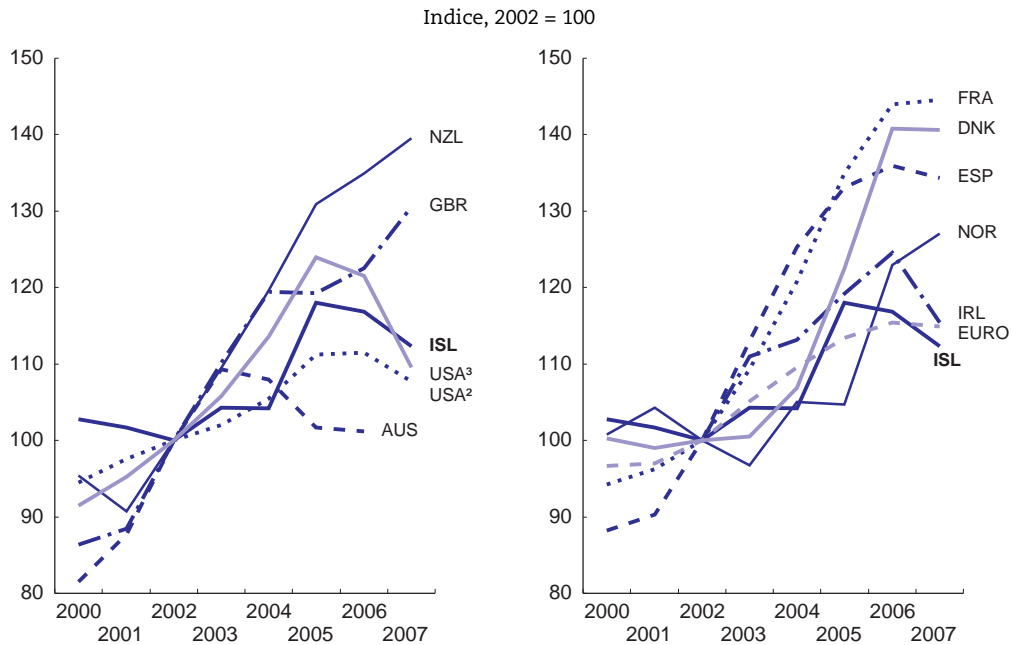
2. Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

3. Indice Case Schiller.

Source : Office statistique d'Islande, Banque de réserve d'Australie et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.


StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704417361321>



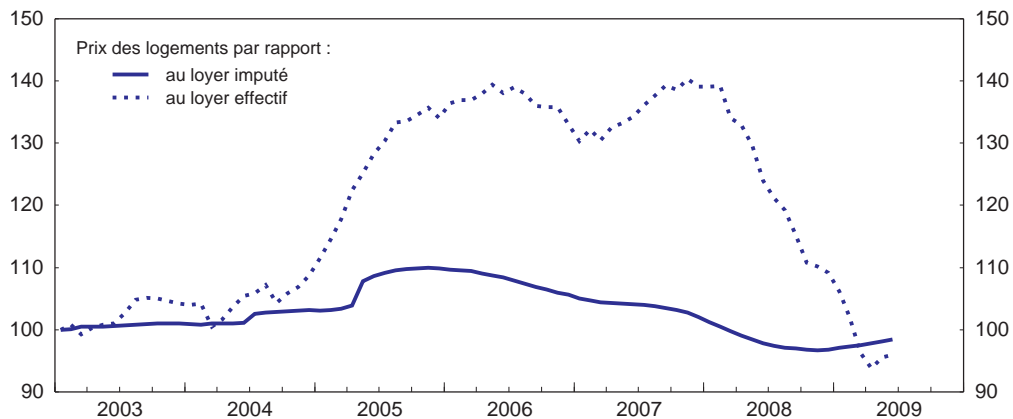
Graphique 1.7. Augmentation cumulée du ratio des prix des logements au revenu disponible<sup>1</sup>

1. Revenu disponible des ménages avant paiements des intérêts.
2. Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).
3. Indice Case Schiller.


Source : Office statistique d'Islande, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704428551426>

Graphique 1.8. Ratio des prix des logements aux loyers réels et imputés



Source : Office statistique d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704471857651>

plus que doublé en pourcentage du PIB durant les quatre années allant jusqu'à la fin 2007, pour atteindre 284 % (tableau 1.1). L'augmentation de ce ratio et le niveau atteint sont tous deux élevés au regard des normes internationales ; d'après le FMI (2008b), ce chiffre est à comparer à un ratio de 73 % aux États-Unis, de 77 % dans la zone euro (2005) et de 278 % au Royaume-Uni (engagements financiers, ce qui inclut les actions<sup>5</sup>). Malgré cette forte augmentation de la dette, le levier financier (ratio des actifs totaux à la capitalisation

boursière<sup>6</sup>) est resté stable (à 3.2-3.4) jusqu'en 2006 grâce au boum massif des valorisations boursières, mais a progressé de manière significative en 2007 (à 4.1), lorsque le marché boursier a entamé sa baisse. Ces ratios de levier financier sont élevés au regard des normes internationales<sup>7</sup>. Le risque inhérent à de tels ratios de levier financier basés sur des cours gonflés est que lorsque ces derniers baissent, les entreprises n'ont plus de garanties pour soutenir leur endettement du moment. Elles risquent de subir d'autres interruptions de crédit et d'avoir des difficultés à renouveler des lignes de crédit parvenant à échéance. Pour survivre dans de telles circonstances, les entreprises doivent se désendetter en vendant des actifs, même à des prix bradés, et tirer le maximum des excédents de trésorerie d'exploitation.

Selon toute vraisemblance, l'essentiel de cette augmentation de la dette était imputable aux sociétés d'investissement islandaises, qui ont acquis des avoirs extérieurs en actions extrêmement importants. L'augmentation des avoirs extérieurs en actions des entreprises non financières a représenté une part élevée de l'augmentation totale de leur dette (voir tableau 1.5). Par ailleurs, la majeure partie de l'augmentation des avoirs extérieurs en actions a été réalisée sous la forme d'investissements directs étrangers – dans lesquels les sociétés d'investissement étaient engagées mais auxquels les autres entreprises islandaises n'ont pour la majorité pas pris part. Dans ce cas, l'augmentation proportionnée de la dette des autres entreprises non financières a été plus modeste que ne l'indiquent les données brutes, ce qui donne à penser que la nécessité de se désendetter sera également moindre. Néanmoins, cette nécessité restera substantielle étant donné que l'endettement était déjà élevé avant le développement international des sociétés d'investissement et que l'on ne peut pas imputer l'ensemble de l'augmentation de la dette à l'acquisition d'avoirs extérieurs. Pour les grandes sociétés d'investissement, le processus de désendettement est le plus radical qui soit : la liquidation. À mesure que ce processus se déroulera, leurs dettes seront éliminées par le biais de ventes d'actifs et de l'annulation des soldes restant dus au titre de leurs emprunts.

Ces dernières années, il y a en outre probablement eu une forte augmentation des dettes libellées en devises des entreprises non financières, phénomène de nouveau plus spécifique aux sociétés d'investissement islandaises, mais sans doute pas *via* des positions en devises non couvertes pour ces entreprises considérées globalement. Comme on l'a vu, la majeure partie de l'augmentation de la dette a sans doute été induite par les sociétés d'investissement. Emprunter en monnaies étrangères leur aura procuré les devises dont elles avaient besoin pour acquérir des avoirs extérieurs et se couvrir contre le risque de change lié à la couronne. Malheureusement, les seules données sur la dette des entreprises non financières qui sont ventilées entre composante nationale et composante étrangère concernent la dette vis-à-vis des banques nationales. Si c'était là la seule dette en devises des entreprises non financières, elle aurait été très loin de suffire à financer l'augmentation des avoirs extérieurs (voir tableau 1.2, estimation basse). Dans ce cas, les sociétés d'investissement pourraient être à l'origine de l'ensemble de l'augmentation de la dette en devises et les entreprises non financières prises globalement auraient considérablement augmenté leur exposition au risque de change en prenant une importante position longue en devises (c'est-à-dire, en ayant plus d'avoirs que de dettes en devises) à la fin 2007. Autrement, même si toute la dette vis-à-vis des établissements de crédit nationaux autres que les banques et vis-à-vis des non-résidents était libellée en devises, il y aurait quand même toujours une petite partie de cette augmentation de la dette en devises que l'on ne pourrait pas imputer aux sociétés d'investissement (voir tableau 1.2,

Tableau 1.5. **Estimations de la dette et des avoirs extérieurs des entreprises non financières**<sup>1</sup>

En milliards d'ISK

|           | Dette intérieure                          |        |   | Dette extérieure <sup>4</sup> | Dette totale | Avoirs extérieurs <sup>5</sup> | Dette en devises étrangères <sup>6</sup> |                  |
|-----------|---|--------|---|-------------------------------|--------------|--------------------------------|--|------------------|
|           | Banques de dépôts nationales <sup>2</sup> |        | Établissements de crédit nationaux hors banques de dépôts nationales <sup>3</sup> |                               |              |                                | Estimation basse                         | Estimation haute |
|           | Liée au change                            | Autres |   |                               |              |                                |  |                  |
| 2003      | 323.7                                     | 309.0  | 204.7   | 173.8                         | 1 011.2      | 208.1                          | 323.7                                    | 611.2            |
| (% PIB)   | (38)                                      | (37)   | (24)  | (21)                          | (120)        | (25)                           | (38)                                     | (83)             |
| 2007      | 1 382.8                                   | 1 035  | 666.9   | 614.7                         | 3 699.4      | 2 179.4                        | 1 382.8                                  | 2 664.4          |
| (% PIB)   | (106)                                     | (80)   | (51)  | (47)                          | (284)        | (167)                          | (106)                                    | (204)            |
| Variation | 1 059.1                                   | 726.0  | 462.2   | 441.0                         | 2 688.2      | 1 971.3                        | 1 059.1                                  | 1 962.3          |
| (% PIB)   | (68)                                      | (43)   | (27)  | (26)                          | (164)        | (142)                          | (68)                                     | (121)            |

1. Chiffres au mois de décembre de chaque année.
2. Les banques de dépôts nationales sont les banques agréées au niveau national.
3. Les établissements de crédit nationaux hors banques de dépôts nationales incluent : les diverses entreprises de crédit (y compris la Caisse de crédit au logement – HFF), les fonds de pension, les fonds de placement et les compagnies d'assurance.
4. La dette extérieure des entreprises non financières est estimée en déduisant la dette extérieure des établissements de crédit hors banques de dépôts nationales (telle que déclarée pour chaque catégorie mentionnée dans la note de bas de page 3 par la Banque centrale d'Islande) de la dette extérieure des « autres secteurs » (c'est-à-dire, autres que les autorités monétaires, l'ensemble des administrations publiques et les banques de dépôts nationales) telle que déclarée par la Banque centrale d'Islande. Pour information, la dette extérieure des « autres secteurs » a augmenté de 22 % du PIB en 2003 à 52 % du PIB en 2007.
5. Les avoirs extérieurs des entreprises non financières sont estimés en utilisant la même méthode que pour la dette extérieure (c'est-à-dire, en déduisant les avoirs étrangers des établissements de crédit hors banques de dépôts nationales des avoirs étrangers des autres secteurs). Les avoirs extérieurs en actions des « autres secteurs » sont estimés en déduisant les avoirs extérieurs en actions des banques de dépôts nationales des avoirs extérieurs en actions totaux (les administrations publiques ne détiennent pas d'avoirs extérieurs et l'on suppose que la Banque centrale ne détient pas d'avoirs extérieurs en actions). Les autres avoirs extérieurs des « autres secteurs » sont obtenus en calculant la différence entre la position nette de leur dette extérieure et leur dette extérieure. Pour information, les avoirs extérieurs des « autres secteurs » ont augmenté de 45 % du PIB à 207 % du PIB en 2007.
6. On suppose que toute la dette vis-à-vis des établissements de crédit nationaux hors banques de dépôts nationales et toute la dette extérieure est libellée en couronne islandaise dans l'estimation basse et en devises étrangères dans l'estimation haute.

Source : Banque centrale d'Islande, Office statistique d'Islande et calculs de l'OCDE.

estimation haute). Par ailleurs, les entreprises non financières considérées globalement auraient tout de même réduit leur position courte en devises depuis 2003, à un niveau quand même significatif. Avec la liquidation des sociétés d'investissement, les dettes et les avoirs en devises seront en majeure partie éliminés, comme on l'a vu. Les bilans des entreprises non financières restantes seront sans doute moins exposés au risque de dépréciation de la couronne qu'ils ne l'étaient en 2003, même si ce risque demeure.

Ce commentaire sur les expositions aux devises met en évidence des lacunes dans les données. Il faut que les autorités identifient rapidement le montant de la dette en devises due par des entreprises non financières qui ne sont pas déjà en faillite et sachent dans quelle mesure cette dette est couverte afin de réaliser une évaluation éclairée de l'impact probable de toute nouvelle dépréciation substantielle de la devise sur les bilans des entreprises ; une augmentation de la dette en devises d'entreprises qui sont liquidées ne fait pas de différence pour leurs perspectives de survie.

### **L'endettement des ménages a aussi augmenté, accroissant le risque de tensions financières**

Le boum des prix des actifs s'est traduit par une forte hausse des avoirs des ménages – 70 % environ des actifs sont assujettis au risque du marché immobilier ou au risque du

marché des actions, ce dernier risque étant principalement indirect par le biais des fonds de pension<sup>8</sup> – malgré des taux d'épargne des ménages obstinément négatifs (tableau 1.6). En dernière analyse, les actifs des ménages ont augmenté d'un tiers en pourcentage du PIB de 2003 à 2007, pour dépasser 400 % du PIB en 2007. Cette hausse a été équitablement répartie entre les actifs immobiliers (essentiellement le logement) et les actifs financiers, lesquels représentent chacun la moitié environ des actifs totaux.

Tableau 1.6. **Composition et dynamiques du patrimoine net des ménages**  
En pourcentage du PIB

|   | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|------|------|------|------|------|
| <b>Composition</b>  |      |      |      |      |      |
| Actifs immobiliers  | 150  | 163  | 190  | 190  | 200  |
| Autres actifs   | 155  | 176  | 201  | 208  | 210  |
| Total des actifs  | 305  | 339  | 391  | 398  | 410  |
| Dettes  | 92   | 94   | 106  | 113  | 120  |
| Patrimoine net  | 213  | 245  | 285  | 285  | 290  |
| <b>Dynamiques</b>   |      |      |      |      |      |
| Variation du patrimoine net   |      | 32.5 | 40.0 | 0.0  | 5.0  |
| Épargne avant paiements des intérêts nets   | -4.7 | -4.8 | -6.0 | -3.9 | -1.9 |
| Variation due à la surperformance par rapport à la croissance du PIB <sup>1</sup> |      | 37.3 | 46.0 | 3.9  | 6.9  |
| Taux nominal implicite de rentabilité   |      | 28.0 | 29.3 | 15.2 | 13.8 |
| Taux réel implicite de rentabilité <sup>2</sup>                                   |      | 25.4 | 25.3 | 10.8 | 6.8  |

1. Ce chiffre est égal au ratio du patrimoine net au PIB de l'année précédente multiplié par la différence entre le taux nominal de rentabilité du patrimoine net et le taux nominal de croissance du PIB.

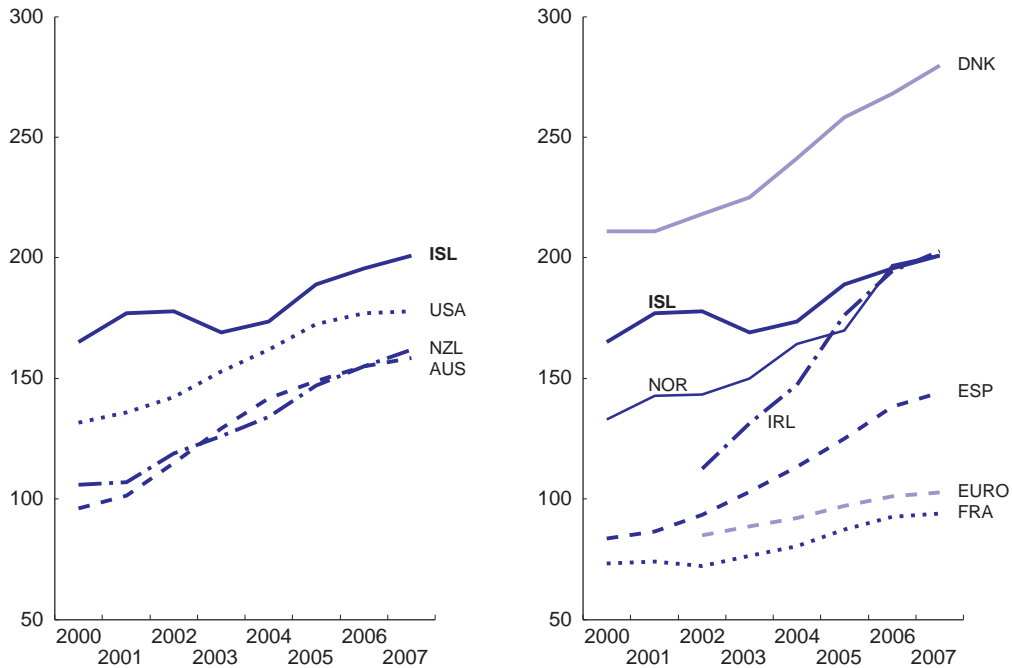
2. Taux nominal implicite de rentabilité déflaté par la hausse de l'indice des prix à la consommation.

Source : FMI (2008a) pour les actifs, Banque centrale d'Islande pour les dettes, Office statistique d'Islande pour toutes les autres données, et calculs de l'OCDE.


La valorisation des actifs a fourni des garanties qui ont favorisé une augmentation significative de l'endettement des ménages, lequel a progressé de 169 % du revenu disponible des ménages avant paiements d'intérêts (le service de la dette des ménages est assuré sur le revenu disponible avant déduction des remboursements de la dette et non sur le revenu qui subsiste après que les coûts du service de la dette ont été déduits) en 2003 à 201 % en 2007 (graphique 1.9). Cette augmentation a été importante par comparaison internationale, même si elle a été plus faible que dans un certain nombre d'autres pays de l'OCDE. Le niveau atteint était comparable à celui de l'Irlande et de la Norvège, et seulement inférieur à celui du Danemark parmi les pays de l'OCDE.

Cette augmentation de l'endettement des ménages a été parallèle à celle de leurs avoirs, ce qui s'est traduit par un levier financier (avoirs totaux divisés par le patrimoine net) inchangé aux alentours de 1.4 en 2007 (graphique 1.10). Ce ratio de levier financier est plus élevé que dans d'autres pays de l'OCDE pour lesquels ce type de données est disponible. En fait, le danger inhérent au patrimoine des ménages islandais est même plus important que ne l'indiquent ces chiffres car une partie substantielle (un tiers en 2007) des actifs est investie dans des fonds de pension, partie que les ménages ne pourraient pas facilement solliciter pour rembourser des créanciers en cas de besoin. Ces actifs non liquides constituent une portion plus réduite du patrimoine des ménages dans la plupart des autres pays où les fonds de pension jouent un moindre rôle pour les revenus de retraite. Le risque inhérent à des ratios de levier financier élevés basés sur des cours gonflés est que lorsque ces derniers baissent, les ménages perdent une telle part de leur patrimoine net qu'ils doivent réduire

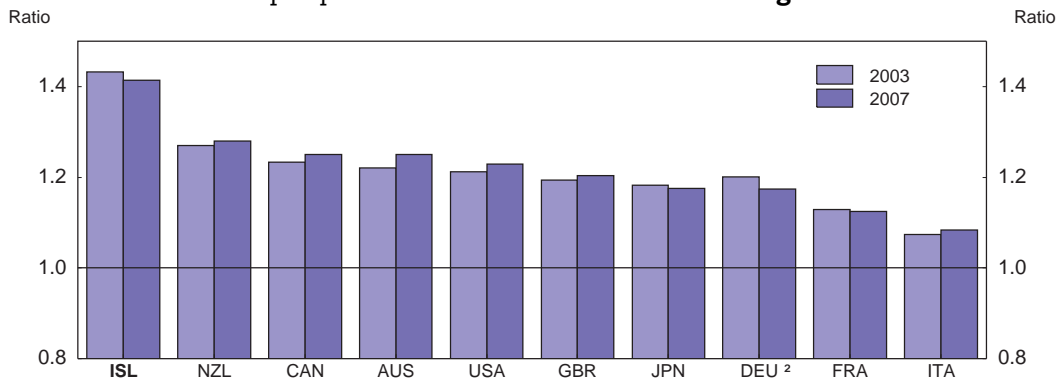
Graphique 1.9. **Endettement des ménages**  
En pourcentage du revenu disponible avant paiements d'intérêts



Source : Office statistique d'Islande, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704502485877>


Graphique 1.10. **Levier financier des ménages**<sup>1</sup>



1. Le levier financier est défini comme le total des actifs divisé par le patrimoine net.

2. 2006.

Source : Banque centrale d'Islande, Banque de réserve d'Australie, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

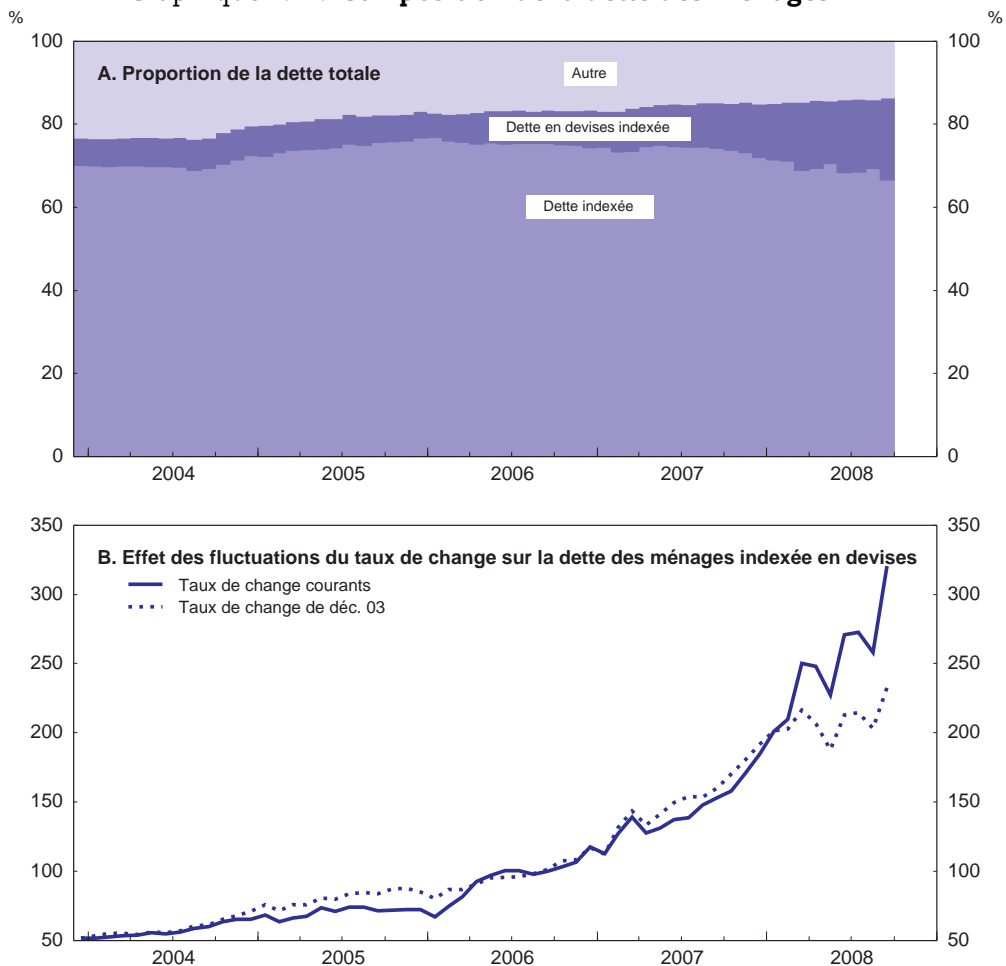
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704511842847>

brutalement leur consommation pour l'aligner sur un niveau de revenu viager prévu plus faible. Ils peuvent même se retrouver contraints de réduire leurs dépenses de consommation plus qu'ils ne le souhaitent en raison d'un accès réduit au crédit imputable à la diminution de leur patrimoine net (c'est-à-dire, des garanties qu'ils peuvent offrir).


L'un des aspects fâcheux de la course aux parts de marché des banques dans le segment des prêts aux ménages est qu'elles ont promu les prêts en devises – principalement en franc

suisse et en yen japonais – alors que les ménages disposant d'actifs ou de sources de revenus en devises susceptibles de contrebalancer le risque de change induit étaient peu nombreux. Les banques ont opéré ainsi pour afficher aux yeux de ménages peu méfiants un avantage comparatif apparent sur la Caisse de crédit au logement (HFF), qui bénéficiait d'une garantie publique mais continuait de proposer principalement des prêts en monnaie nationale (indexés sur l'IPC). La part de la dette en devises dans la dette des ménages a doublé pour atteindre 14 % du début 2006 au début 2008 (graphique 1.11)<sup>9</sup>. Elle a continué d'augmenter jusqu'à atteindre 20 % de l'endettement des ménages en septembre 2008 en raison, principalement, de la dépréciation du taux de change, ce qui a mis en évidence les dangers inhérents à de tels emprunts pour les ménages.

Graphique 1.11. **Composition de la dette des ménages**



Source : Banque centrale d'Islande.

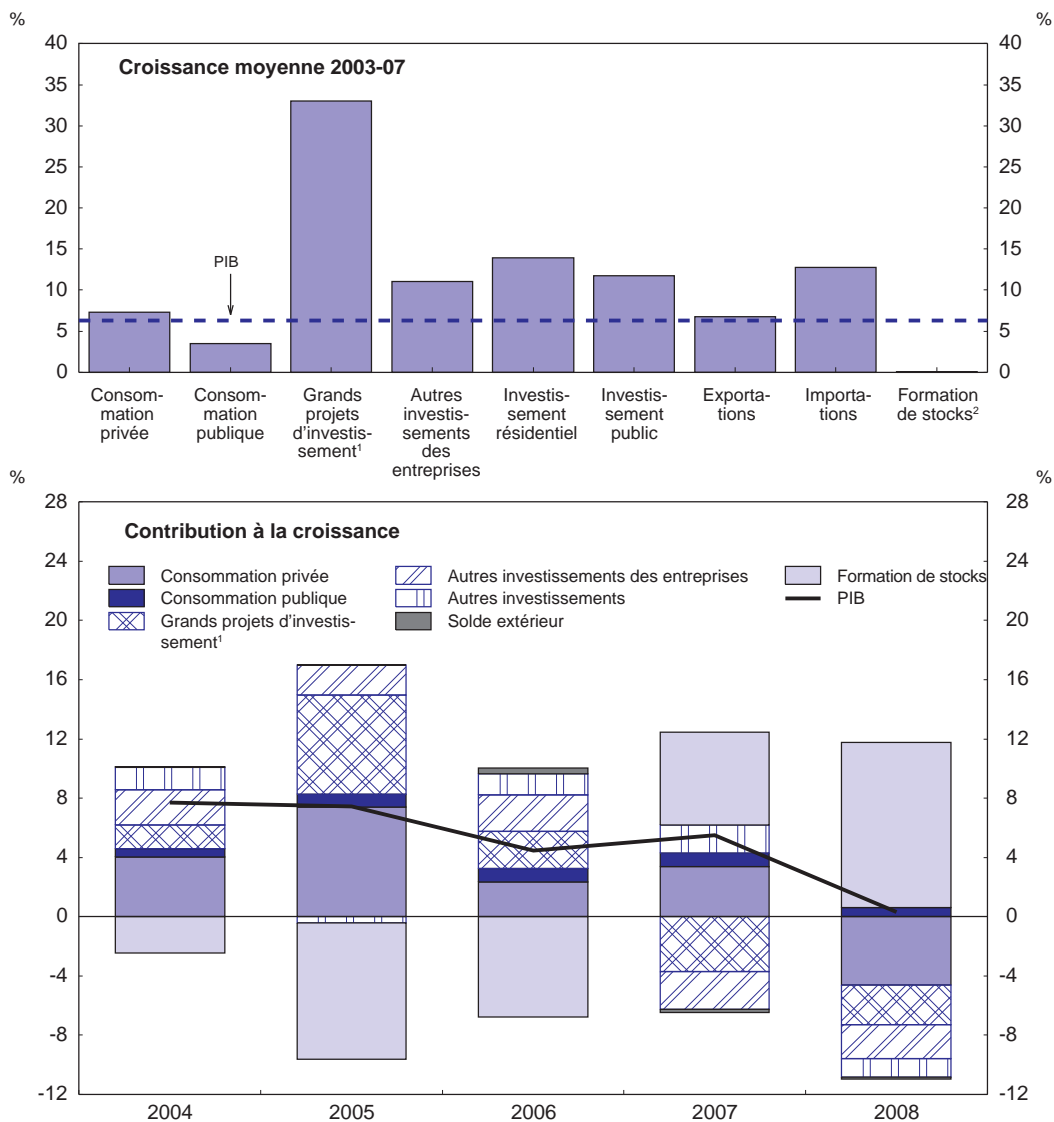
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704513241176>

## L'économie a enregistré une expansion non soutenable tirée par la demande intérieure

### Boum de l'activité économique


La croissance économique a augmenté à un rythme moyen annuel de 6.3 % de 2003 à 2007. Ce taux est très supérieur à ceux enregistrés pendant les précédentes reprises de l'économie (3.7 % sur la période 1985-89 et 5.0 % sur la période 1995-99) malgré une

production, en 2003, pas plus en deçà de son potentiel (écart de production de -1.6 % du PIB potentiel) qu'en 1985 ou en 1995 (écarts de production de -1.7 % et de -3.4 % du PIB potentiel, respectivement) selon les estimations de l'OCDE. La poussée de croissance économique a été dynamisée par un boom de l'investissement (graphique 1.12). Les investissements des entreprises se sont envolés, affichant un taux de croissance moyen annuel de 19 % sur la période 2003-07. Les projets à grande échelle dans le domaine de la fusion d'aluminium et le développement associé des capacités de production d'électricité ont été la composante la plus dynamique de l'investissement des entreprises. Ces projets ont atteint jusqu'à 50 % des investissements des entreprises certaines années. Mais d'autres investissements d'entreprises ont aussi fortement progressé, tout comme l'investissement public. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a aussi beaucoup

Graphique 1.12. **Croissance du PIB réel**

1. Estimations du ministère des Finances.
2. Contribution à la croissance du PIB réel.

Source : OCDE, Comptes nationaux.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704528387650>

augmenté, comme cela s'est produit dans d'autres pays marqués par un boum du marché immobilier. Il a atteint un pic de 7 % du PIB, niveau très supérieur à sa moyenne historique, mais un peu plus élevé seulement que la moyenne de l'OCDE à cette époque et nettement inférieur à ceux atteints en Irlande (13 %) et en Espagne (9 %). Les dépenses de consommation privée ont crû à un rythme légèrement supérieur au PIB pendant cette période, soutenues par une forte augmentation du revenu disponible des ménages. En fait, le taux d'épargne a même progressé, tout en restant négatif, mais il convient de rester prudent dans l'interprétation de ces données car il n'existe pas de compte des ménages complet dans les comptes nationaux islandais. Globalement, l'augmentation de la demande intérieure a dépassé celle de la production car les importations ont crû plus rapidement que les exportations. L'OCDE estime que l'écart de production avait atteint 3.5 % du PIB potentiel en 2007.

Les secteurs de l'intermédiation financière et de la construction ont enregistré la croissance de loin la plus rapide en Islande sur la période de quatre ans close en 2007, se développant à des taux réels moyens annuels de 19 % et de 14 %, respectivement. Ces secteurs ont progressé de manière significative en pourcentage de la valeur ajoutée nominale pour atteindre des niveaux qui les ont classés cinquième et deuxième parmi les pays de l'OCDE, respectivement (graphique 1.13). La contraction drastique du secteur financier qui se produit actuellement pourrait avoir pour effet une diminution de la part du secteur dans la valeur ajoutée de jusqu'à 4-5 points de pourcentage s'il devait tomber aux niveaux les plus faibles observés dans d'autres pays de l'OCDE. La perte globale de valeur ajoutée dépendra de la différence de productivité entre le secteur financier et les autres secteurs auxquels les ressources sont transférées. Par exemple, si des travailleurs licenciés du secteur financier voyaient leur productivité diminuer de moitié dans les nouveaux secteurs qui les emploient, la perte globale de valeur ajoutée liée à la contraction du secteur financier serait d'environ 2 %. La forte croissance dans le secteur de la construction reflète le boum de l'investissement dans l'immobilier commercial et résidentiel, boum sur lequel les grands projets d'investissement ont indubitablement eu une incidence majeure. Toutefois, les perspectives du secteur pour 2010-11 sont plus favorables car on s'attend à une augmentation significative des investissements dans de grands projets.

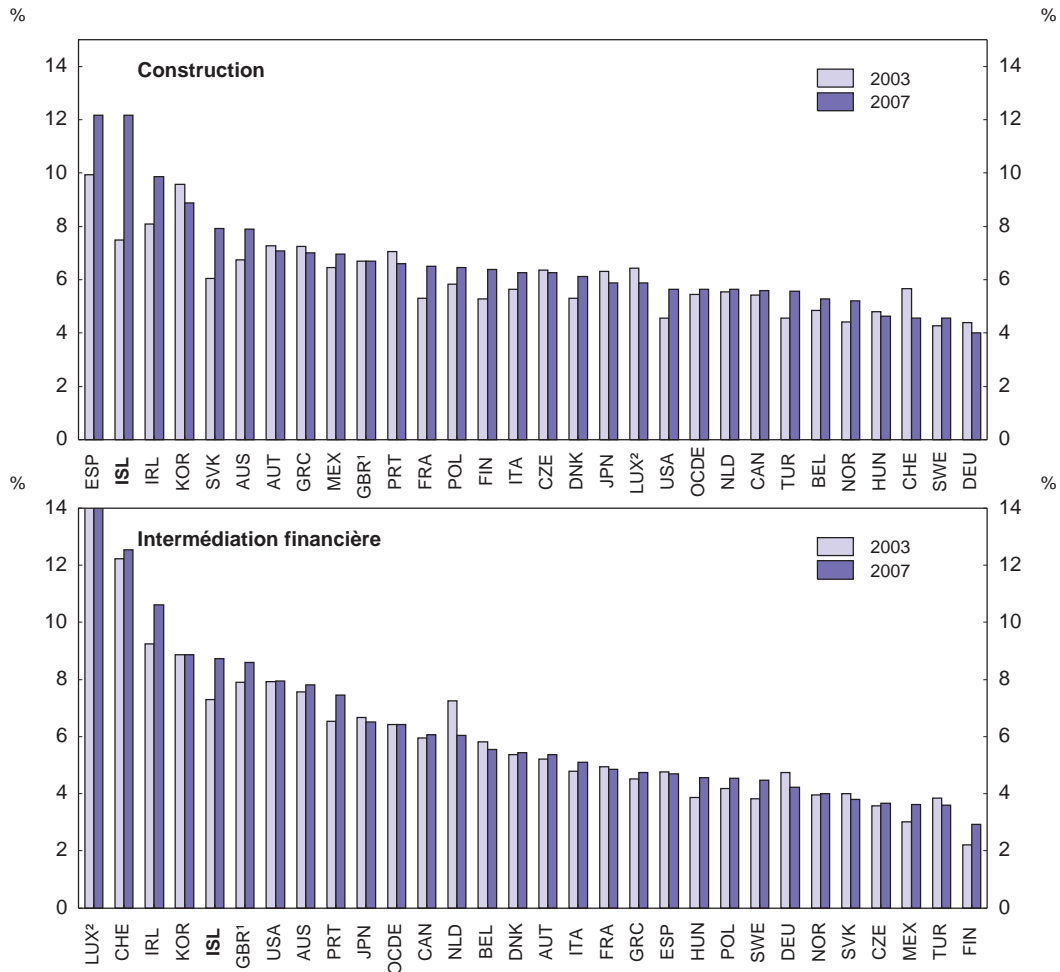
### ***La surchauffe du marché du travail a été atténuée grâce à une immigration importante***

La progression des heures travaillées totales a fait un bond pour dépasser 6 % (en glissement annuel) fin 2005-début 2006, reflétant la croissance de l'emploi (graphique 1.14). L'augmentation de la main-d'œuvre a suivi la progression de l'emploi d'assez près – le taux de chômage était déjà faible en 2003, ce qui laissait une faible marge de manœuvre pour que l'emploi puisse croître sans augmentation de la main-d'œuvre – jusqu'à la fin 2007. À partir de ce moment-là, la croissance de l'emploi a commencé à diminuer beaucoup plus vite que celle de la main-d'œuvre. La croissance phénoménale de la main-d'œuvre est elle-même attribuable à l'entrée de nombreux immigrants venant principalement des pays qui ont rejoint l'UE en 2004 (notamment la Pologne). Le taux de chômage est tombé d'environ 3 % à la fin 2003 à un creux de près de 2 % fin 2007-début 2008, mais a fortement augmenté depuis.

La croissance du taux de salaire réel (c'est-à-dire, le taux de salaire nominal déflaté par l'IPC) s'est accélérée pendant l'expansion du cycle économique pour s'établir à un sommet d'environ 5 % en 2007, comparable aux taux enregistrés lors des pics des cycles précédents




Graphique 1.13. Part des secteurs de la construction et de l'intermédiation financière dans la valeur ajoutée



1. Royaume-Uni : 2003 et 2005.

2. Pour le Luxembourg : 23.2 en 2003 et 27.3 en 2007.

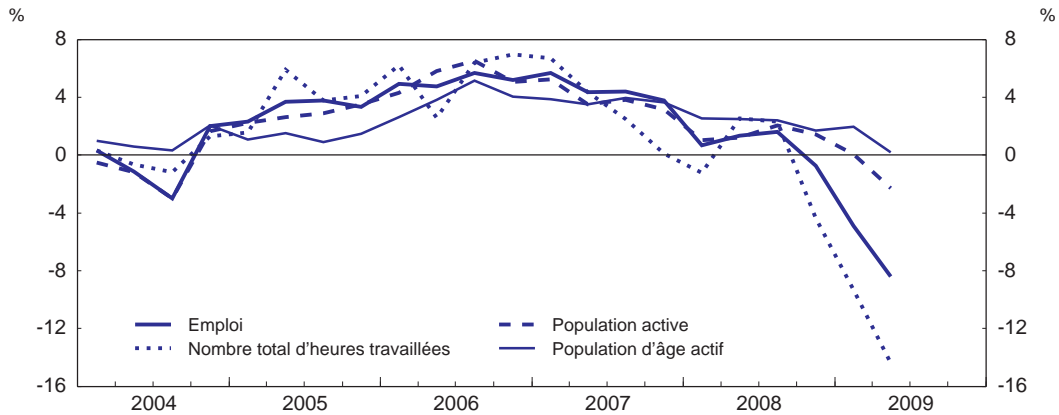
Source : Banque centrale d'Islande, Comptes nationaux de l'OCDE, Eurostat.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704535477222>


(graphique 1.15). Les taux de salaire réel du secteur privé ont progressé plus rapidement que les taux de salaire du secteur public sur la période 2006-07, inversant temporairement la tendance à long terme (graphique 1.16). La croissance des taux de salaire de la production réelle (c'est-à-dire, les taux de salaire horaire nominal ajustés à l'aide du déflateur du PIB) a été supérieure à la croissance de la productivité horaire du travail pendant la phase d'expansion économique, ce qui donne à penser que le marché du travail était en surchauffe ; les taux de salaire en termes réels ont diminué en 2008, ce qui a largement corrigé cette croissance excessive des salaires (graphique 1.17). La croissance des salaires nominaux s'est nettement accélérée pendant l'expansion, atteignant un pic d'environ 10 % par rapport à l'année précédente fin 2006-début 2007 (graphique 1.18). Ces taux étaient légèrement supérieurs à ceux enregistrés pendant le cycle économique précédent malgré une hausse similaire des taux de salaire réel (voir graphique 1.15), ce qui indique une absence de progrès dans la lutte contre l'inflation.

Graphique 1.14. **Croissance du facteur travail**

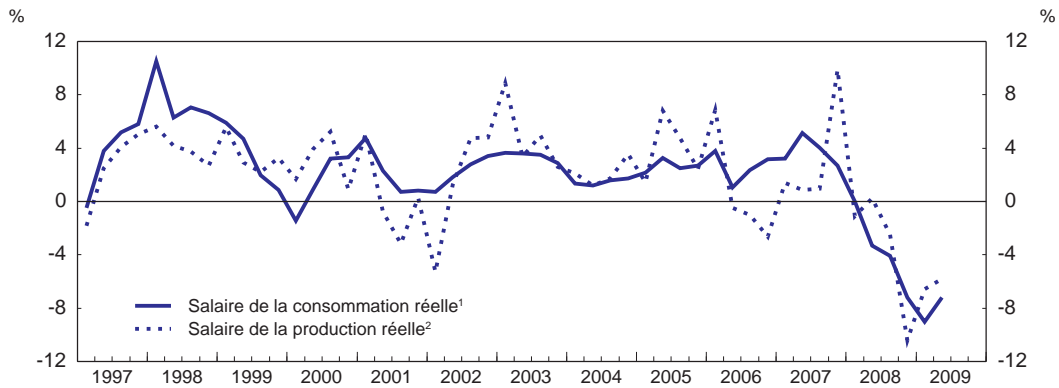
Taux annuels



Source : Office statistique d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704546628261>Graphique 1.15. **Croissance des taux de salaire réel**


Taux annuels



1. Variation de l'indice de salaire déflaté par l'IPC.

2. Sur la base de la moyenne du salaire pour un horaire fixe mensuel, ajusté à l'aide du déflateur du PIB.

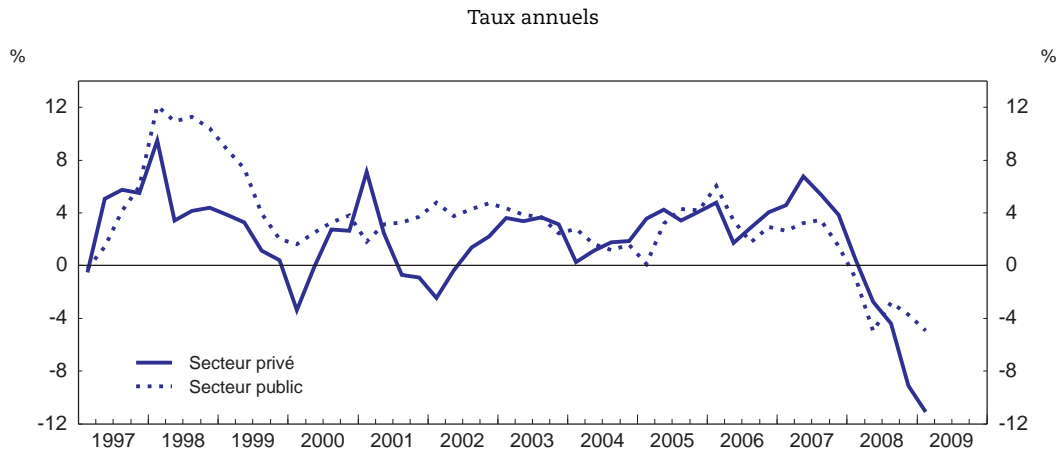
Source : Office statistique d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704550003245>

### **L'inflation s'est accélérée et la crédibilité de la politique monétaire est restée faible**

À la suite de l'adoption d'une cible d'inflation en 2001, la hausse de l'IPC s'est accélérée, partant d'un creux de cycle d'environ 2 % sur le premier semestre 2003 pour atteindre 5.2 % en moyenne sur la période de quatre ans qui s'est achevée à la fin 2007, soit un niveau deux fois supérieur environ à l'objectif d'inflation officiel (graphique 1.19). Ce résultat a représenté une détérioration significative par rapport au taux annuel moyen de 3.5 % enregistré sur les huit années précédentes (c'est-à-dire, jusqu'au quatrième trimestre 2003). L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui exclut les coûts de logement des logements occupés par leurs propriétaires, était tout juste au-dessus de 3 %, soit un peu plus que dans la zone euro, où l'inflation avoisinait 2.3 %.

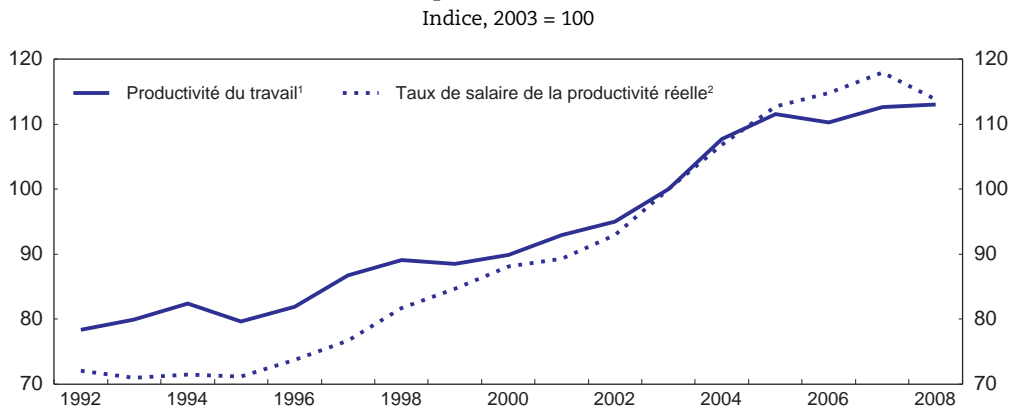
L'inflation est restée beaucoup plus volatile en Islande que dans la zone euro au cours de la période de quatre ans qui s'est terminée à la fin 2007. L'écart-type du taux trimestriel annualisé de la hausse de l'IPCH sur les quatre années jusqu'au quatrième trimestre 2007

Graphique 1.16. **Croissance des taux de salaire réel dans les secteurs privé et public<sup>1</sup>**

1. Variation des indices de salaire déflatés par l'IPC.

Source : Office statistique d'Islande.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704578124560>

Graphique 1.17. **Productivité horaire du travail et taux de salaire de la production réelle**

1. PIB réel divisé par le produit de l'emploi total et de l'horaire hebdomadaire moyen.

2. Indice du salaire nominal corrigé des variations de l'horaire mensuel moyen, ajusté à l'aide du déflateur du PIB.

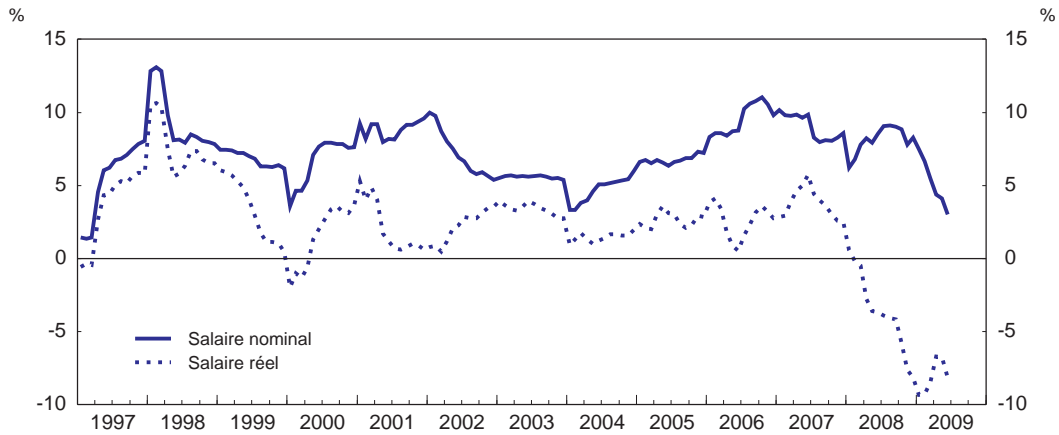
Source : Office statistique d'Islande.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704643332312>


a été de 3.0 % en Islande, contre 0.9 % dans la zone euro. Ces chiffres sont demeurés pratiquement inchangés par rapport à ceux de la période de huit ans qui s'est terminée au quatrième trimestre 2003. Du fait de cette volatilité, il est difficile pour les ménages et les entreprises de faire la distinction entre les variations des prix relatifs et de l'inflation, ce qui réduit l'efficacité de l'allocation de ressources et donc le potentiel productif de l'économie. Même si l'inflation a tendance à être plus volatile dans les très petites économies ouvertes, telles que l'Islande, que dans des économies développées de plus grande envergure, la volatilité a néanmoins été beaucoup plus élevée en Islande que dans d'autres très petites économies ouvertes. Pétursson (2008) constate que le facteur le plus important expliquant la plus forte volatilité de l'inflation islandaise est lié aux effets des variations du taux de change sur les prix (graphique 1.20). Cela témoigne notamment d'un manque de crédibilité de la politique monétaire et donc d'un ancrage peu solide des

Graphique 1.18. **Croissance du salaire réel et nominal**

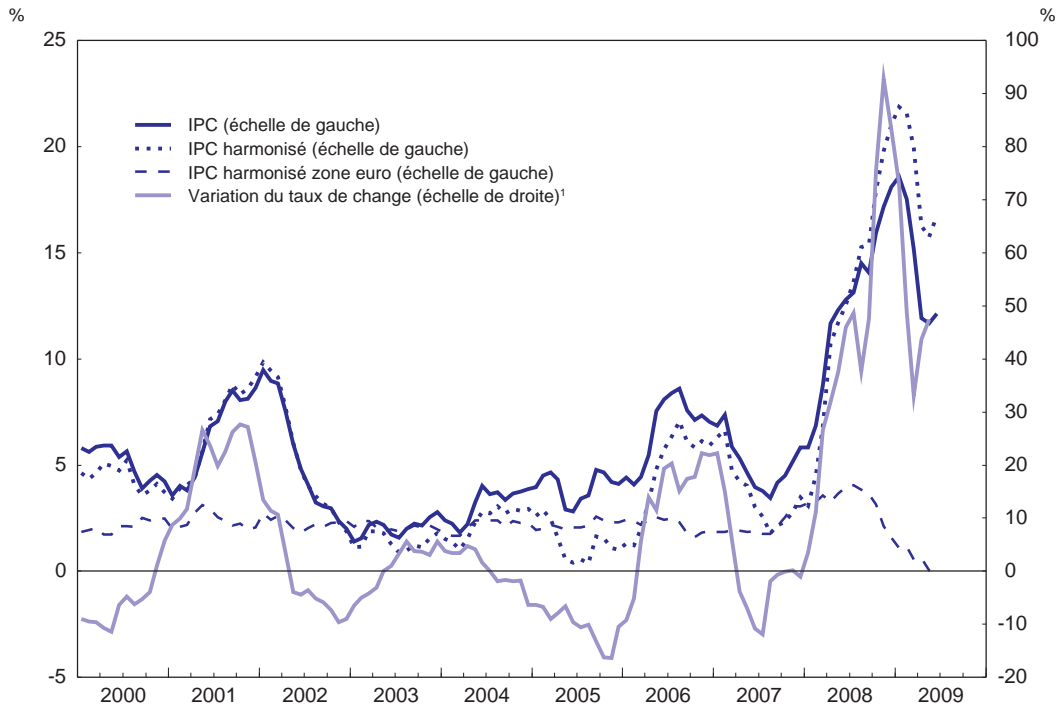
Taux annuels



Source : Banque centrale d'Islande.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704647285257>

Graphique 1.19. **Inflation**



1. Couronnes par euro.

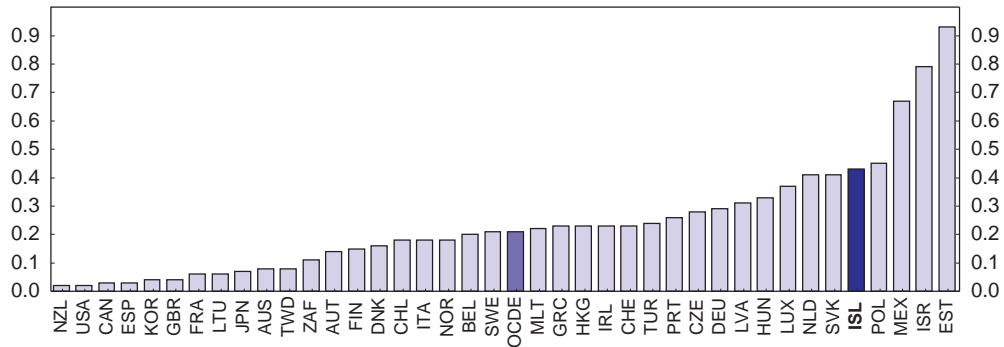
Source : Office statistique d'Islande ; OCDE, Base de données analytique.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704677265718>

anticipations d'inflation (Mishkin, 2008), comme le montre la manière dont ces anticipations d'inflation ont généralement suivi les variations des taux de change (graphique 1.21). La baisse du point mort d'inflation des obligations d'État depuis novembre 2008 malgré la légère dépréciation du taux de change pourrait constituer un

signe encourageant d'amélioration de la crédibilité de la politique monétaire, même si certains indicateurs basés sur des enquêtes demeurent élevés. Malgré tout, les très nettes différences entre les indicateurs des anticipations inflationnistes et leur sensibilité aux informations économiques à court terme montrent que les anticipations ne sont pas encore solidement ancrées (Banque centrale d'Islande, 2009).

Graphique 1.20. Effets des variations du taux de change sur les prix<sup>1</sup>

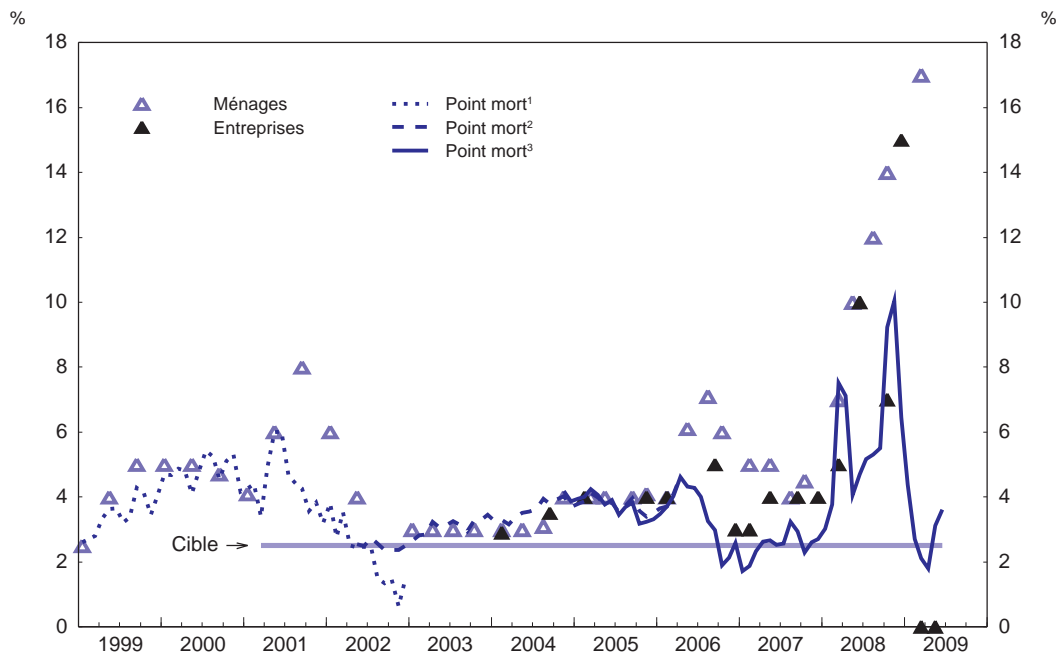


1. Les effets des variations du taux de change sont estimés par les effets cumulés d'une variation de 15 % du taux de change après 8 trimestres dans un modèle VAR utilisant l'approche de la réponse impulsionnelle généralisée. La période couverte par l'estimation est 1985-2005, sauf pour l'Autriche (1998), l'Estonie (1996), la Hongrie (1987), l'Islande (1988), Israël (1987), la Lettonie (1995), Malte (1994), le Mexique (1989), la Pologne (1992), le Portugal (1997), la République slovaque (1994), la République tchèque (1993) et la Turquie (1995).

Source : Pétursson (2008).

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704707124012>

Graphique 1.21. Anticipations d'inflation



1. Écart entre : RIKB 03 1010 et RIKS 03 0210 pour la période janvier 2000 à avril 2002.
2. Écart entre : RIKB 13 0517 et RIKS 15 1001 pour la période mai 2002 à octobre 2004.
3. Écart entre : RIKB 13 0517 et HFF 15 0914 ultérieurement.

Source : Banque centrale d'Islande.

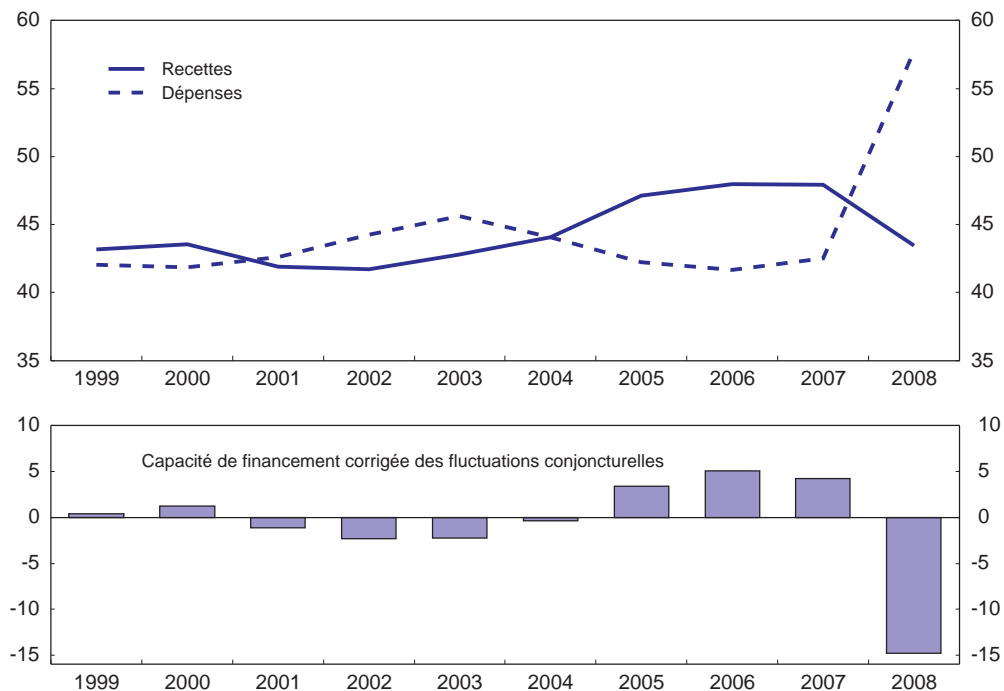
StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704737637013>

### L'État a entrepris un certain assainissement budgétaire et éliminé la dette publique nette

La capacité de financement de l'ensemble des administrations publiques a augmenté de quelque 8 % du PIB sur la période de cinq ans qui s'est terminée en 2007, date à laquelle elle a atteint 5.5 % du PIB (graphique 1.22). Près des deux tiers de cette augmentation sont attribuables à une hausse des recettes. Les revenus immobiliers de l'État, les impôts indirects et les impôts sur le bénéfice des sociétés ont tous fortement augmenté en pourcentage du PIB (tableau 1.7), et ce, même si les impôts sur le bénéfice des sociétés sont restés parmi les plus faibles des pays de l'OCDE en pourcentage du PIB. Il s'ensuit que la diminution des recettes générées par l'impôt sur les sociétés liée à l'effondrement du système bancaire ne peut pas avoir d'incidence spectaculaire sur le budget. Les impôts sur le revenu des personnes physiques n'ont toutefois pas augmenté en pourcentage du PIB en dépit de la hausse de la part du travail dans le revenu national, car les taux d'imposition ont été abaissés. Les éléments ayant le plus contribué à la réduction des dépenses en pourcentage du PIB se sont situés au niveau des rémunérations des agents et des prestations sociales. L'OCDE estime qu'un quart seulement de l'augmentation du solde budgétaire sur cette période était de nature cyclique, et ce, malgré les incertitudes considérables planant sur ces estimations. Même si l'assainissement des finances publiques semble avoir été de grande ampleur sur la période, l'État aurait dû aller plus loin et apporter ainsi un contrepoids plus important au boum temporaire de la demande intérieure privée. L'assouplissement de la politique budgétaire opéré en 2007, notamment au moment où l'économie se situait très au-dessus de son potentiel et où d'autres déséquilibres

Graphique 1.22. **Recettes, dépenses et capacité (besoin) de financement des administrations publiques**

En pourcentage du PIB



Source : Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/704833318613>

Tableau 1.7. **Décomposition des recettes et dépenses des administrations publiques**

En pourcentage du PIB

|  | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------|------|------|------|------|------|
| <b>Recettes totales</b>                              | 42.8 | 44.1 | 47.1 | 48.0 | 48.2 | 43.5 |
| Recettes fiscales totales                            | 33.6 | 34.8 | 37.4 | 38.1 | 37.9 | 33.1 |
| Impôts sur le revenu, le bénéfice et les plus-values | 16.0 | 16.1 | 17.6 | 18.3 | 18.7 |      |
| <i>dont</i>  |      |      |      |      |      |      |
| Dû par les personnes physiques                       | 13.9 | 13.9 | 14.2 | 14.0 | 13.9 |      |
| Dû par les entreprises                               | 1.2  | 1.0  | 2.0  | 2.4  | 2.5  |      |
| Impôts sur les ventes et les services                | 14.8 | 15.7 | 16.7 | 17.2 | 16.2 | 12.9 |
| <i>dont</i>  |      |      |      |      |      |      |
| Taxes générales sur les biens et services            | 9.7  | 10.4 | 11.1 | 11.3 | 10.6 |      |
| Droits d'accise                                      | 3.3  | 3.4  | 3.7  | 3.7  | 3.6  |      |
| Cotisations sociales                                 | 3.1  | 3.1  | 3.2  | 3.3  | 3.2  | 2.9  |
| Subventions  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |
| Autres recettes                                      | 6.0  | 6.1  | 6.4  | 6.4  | 7.2  | 7.4  |
| <i>dont</i>  |      |      |      |      |      |      |
| Revenus immobiliers                                  | 2.1  | 2.1  | 2.6  | 2.9  | 3.6  |      |
| Ventes de biens et services                          | 3.5  | 3.5  | 3.5  | 3.2  | 3.2  |      |
| <b>Dépenses totales</b>                              | 45.6 | 44.1 | 42.2 | 41.7 | 42.5 | 44.6 |
| Dépenses courantes                                   | 43.9 | 42.0 | 40.9 | 39.5 | 40.1 | 42.0 |
| Rémunérations des agents                             | 16.3 | 15.7 | 15.6 | 15.3 | 14.9 | 14.8 |
| Utilisation de biens et de services                  | 11.3 | 11.1 | 10.7 | 10.6 | 10.9 | 11.0 |
| Consommation de capital fixe                         | 1.9  | 1.9  | 1.8  | 1.8  | 1.8  | 1.9  |
| Intérêts   | 2.7  | 2.4  | 2.2  | 2.2  | 2.6  | 3.2  |
| Aides financières                                    | 1.9  | 1.8  | 2.0  | 1.7  | 1.8  | 1.8  |
| Subventions  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.2  |
| Prestations sociales                                 | 7.1  | 6.8  | 6.2  | 5.7  | 5.8  | 6.6  |
| Autres dépenses                                      | 2.5  | 2.2  | 2.3  | 2.1  | 2.2  | 2.6  |
| Investissement net                                   | 1.7  | 2.0  | 1.3  | 2.1  | 2.5  | 2.7  |

Source : Office statistique d'Islande.

macroéconomiques étaient manifestes, a été inapproprié. Si les autorités avaient réalisé un assainissement budgétaire plus poussé, l'augmentation du déficit de la balance des opérations courantes et l'appréciation du taux de change réel auraient été moindres qu'elles ne l'ont été (voir ci-dessous), limitant la dépendance de l'économie vis-à-vis d'entrées soutenues de capitaux étrangers et atténuant les pressions s'exerçant sur les exportateurs. La structure de l'économie serait restée plus proche d'une situation gérable.

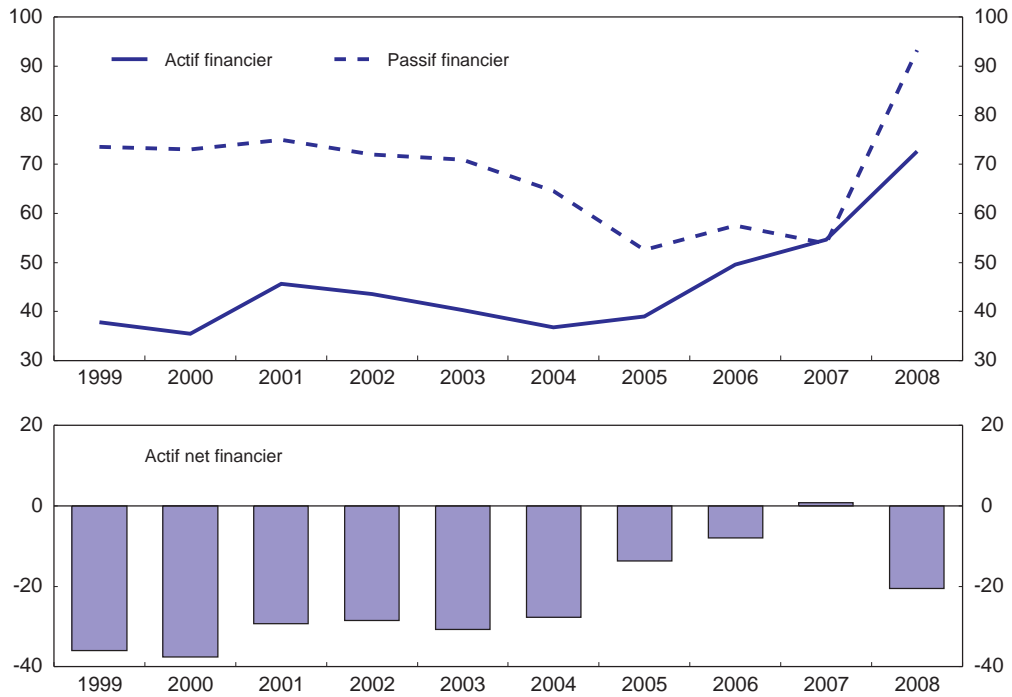
Compte tenu de la crise économique et bancaire qui a suivi, il est heureux que l'endettement net de l'État ait autant baissé pendant cette période, de 31 % du PIB en 2003 à une position nette légèrement créditrice (0.8 % du PIB) en 2007, même si, comme on l'a vu, il aurait été préférable d'aller plus loin dans ce sens (graphique 1.23).

### **Le déficit de la balance des opérations courantes a augmenté et le taux de change réel s'est apprécié**

Le déficit de la balance des opérations courantes (ou, de manière équivalente, le besoin de financement national) a fait un bond de 5 % du PIB en 2003 à 25 % du PIB en 2006 (graphique 1.24). S'agissant du besoin de financement, l'essentiel de son augmentation reflète une progression de l'investissement, dont la moitié environ a été liée à des projets de grande envergure très axés sur le secteur de l'électricité. Si l'on exclut ces projets, on estime que la hausse de l'investissement représente environ deux tiers de l'augmentation

Graphique 1.23. **Endettement des administrations publiques**

En pourcentage du PIB

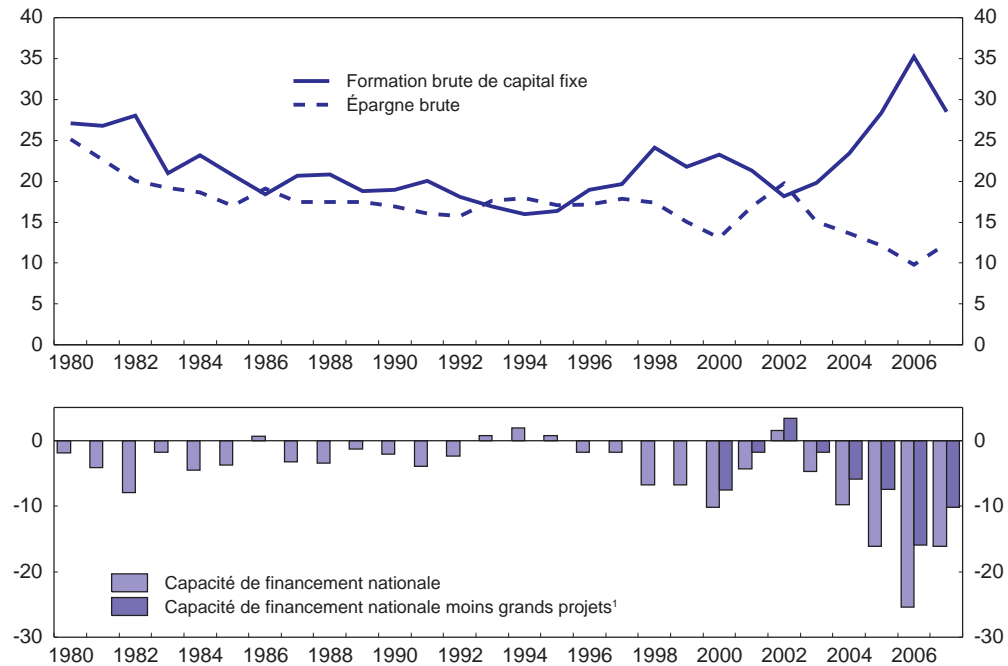


Source : Office statistique d'Islande.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704845444245>

Graphique 1.24. **Investissement brut, épargne brute et capacité (besoin) de financement au niveau national**

En pourcentage du PIB



1. Estimations relatives aux grands projets établies par le ministère des Finances.

Source : Office statistique d'Islande.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/704852420701>

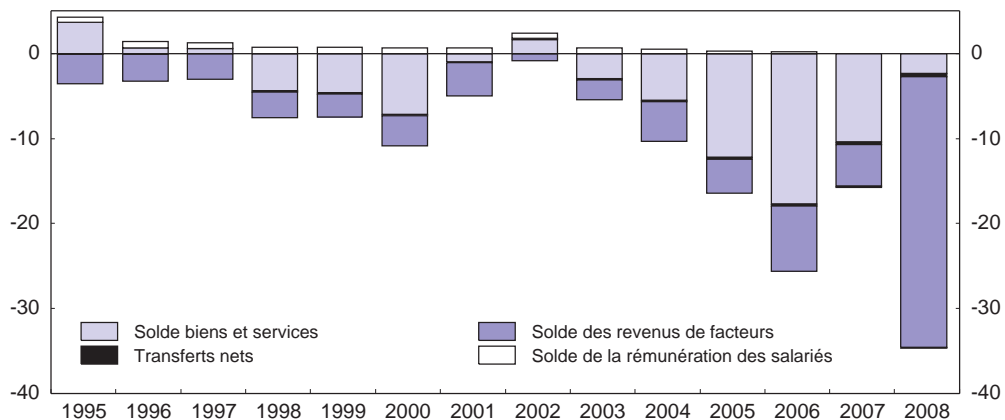


du besoin de financement corrigé, de 2 % du PIB en 2003 à 16 % du PIB en 2006. Même en faisant abstraction des projets à grande échelle, l'investissement a été plus élevé que pendant la précédente phase d'expansion et très nettement supérieur à ce qu'il était pendant les deux décennies précédentes. L'épargne a un peu plus reculé que lors de la reprise précédente et s'est établie à un niveau nettement plus faible qu'avant le milieu des années 90. Le besoin de financement national est passé à 16 % en 2007, ce qui traduit principalement une contraction de l'investissement (l'investissement dans les projets de grande envergure a, à lui seul, diminué de 4 % du PIB). Compte tenu de l'amélioration de la capacité de financement de l'ensemble des administrations publiques ces dernières années, l'augmentation du besoin de financement national reflète un accroissement encore plus important du besoin de financement du secteur privé : ce solde est passé entre 2003 et 2007 d'une capacité de financement d'environ 20 % du PIB à un besoin de financement de 21.5 % du PIB.


L'essentiel de l'augmentation du déficit de la balance des opérations courantes de 2003 à 2007 a reflété un déficit croissant de la balance des biens et services (graphique 1.25). On note toutefois une augmentation significative du déficit des revenus du facteur capital, qui a doublé à 5 % du PIB sur cette période. Ce creusement traduit l'augmentation des dividendes et des bénéfices réinvestis des investissements des non-résidents en Islande, notamment dans les projets de grande envergure liés à l'énergie. Les revenus du capital des résidents islandais en termes nets des paiements d'intérêts aux non-résidents ont augmenté d'environ 3 % du PIB sur cette période.

Graphique 1.25. **Contributions à la balance des opérations courantes**

En pourcentage du PIB



Source : Banque centrale d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705010577234>

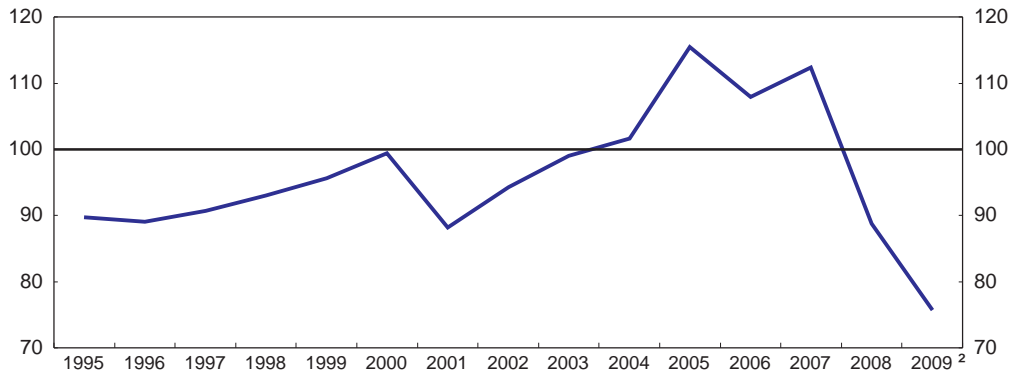
Le taux de change effectif réel (basé sur l'IPC relatif) s'est apprécié de 13 % sur la période de quatre ans qui s'est terminée en 2007, ce qui l'a placé 12 % au-dessus de sa valeur moyenne depuis 1980 (graphique 1.26). Le FMI estime que le taux de change effectif réel de l'Islande était surévalué de 15-25 % au premier semestre 2007 (FMI, 2008a).

## Les banques n'ont pas pu résister à la détérioration des marchés mondiaux de capitaux

Les difficultés des banques islandaises ont commencé à s'accumuler dès le début de la crise financière mondiale durant l'été 2007. Ces banques étaient connues pour être

Graphique 1.26. **Taux de change effectif réel**<sup>1</sup>


Indice, 1980-2008 = 100



1. Basé sur l'IPC relatif.

2. Estimation pour le premier semestre 2009.

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

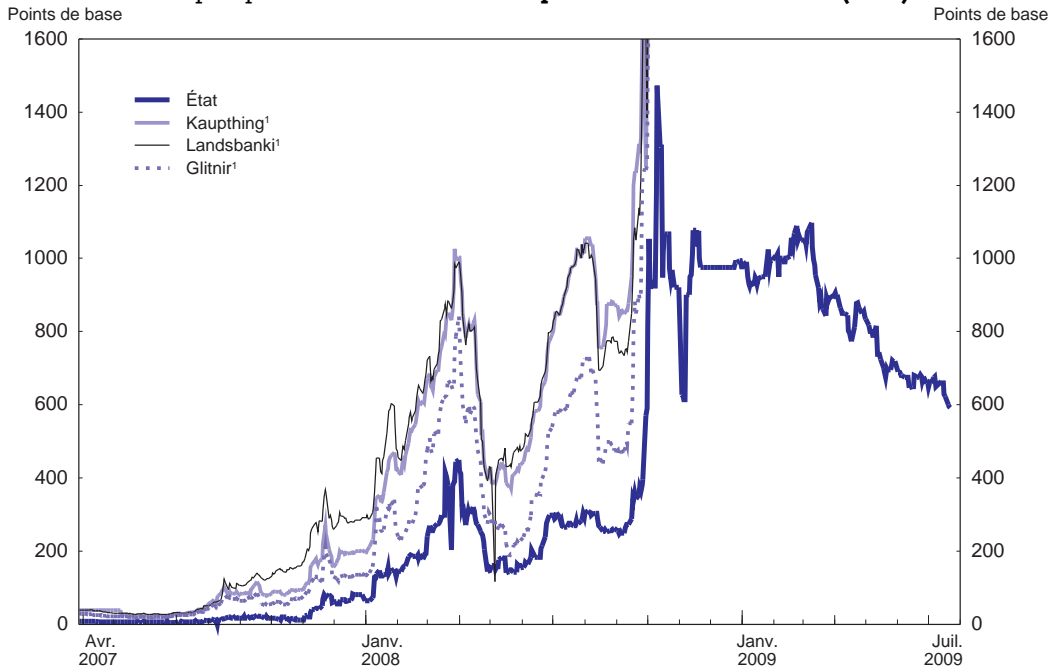
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705031483426>

fortement exposées aux marchés mondiaux d'actions par le biais des prêts qu'elles avaient consentis aux sociétés d'investissement et aux entités liées islandaises. On craignait déjà la complexité de leur structure actionnariale et les problèmes que pouvaient poser leurs positions de risque de gros volume et leurs prêts entre parties liées, leur surveillance moins rigoureuse que dans les pays de l'Union européenne et leur recours privilégié au financement de marché alors même que les marchés tendaient à être gelés. En outre, on pouvait éprouver de sérieux doutes sur la capacité du gouvernement islandais de renflouer d'aussi grandes banques en cas de difficulté. Dans les conditions financières ambiantes, pratiquer le métier de banquier en étant privé d'un tel soutien devenait donc extrêmement dangereux. Étant donné ces inquiétudes, le taux des swaps sur défaut de crédit (CDS) appliqué à la dette des banques islandaises et, partant, leurs coûts d'emprunt, ont augmenté de 200-300 points de base à la fin de l'année (graphique 1.27), soit plus que pour la plupart des banques européennes ou américaines. Malgré ces difficultés, les banques islandaises ont massivement accru leurs prêts à l'étranger de juillet à décembre 2007 (voir graphique 1.3), alors que nombre d'entre elles étaient obligées d'honorer leurs engagements au titre de lignes de crédit ouvertes à des entreprises ou à des structures *ad hoc* qui avaient du mal à se procurer des fonds.

La crise financière mondiale s'est exacerbée durant les premiers mois de 2008, son apogée intervenant en mars avec le rachat, soutenu par le gouvernement des États-Unis, de la banque Bear Stearns par JP Morgan. Les taux des CDS des banques islandaises ont grimpé en flèche durant cette période, pour atteindre 800 à 1 000 points de base fin mars (voir graphique 1.27). Ces taux étaient beaucoup plus élevés que dans le cas de la plupart des banques européennes et américaines et signifiaient de fait que les marchés de gros étaient fermés aux banques islandaises. Comme elles avaient toutes une bonne partie de leur dette arrivant à échéance durant la période 2009-11, et que la banque Glitnir avait également une grosse émission obligataire parvenant à échéance en octobre 2008 (graphique 1.28), leur risque de refinancement était devenu aigu.


Les établissements de crédit islandais se sont donc adressés aux guichets de l'escompte de la BCI et de la BCE pour se financer à grande échelle. La BCE a été gravement préoccupée par les volumes relativement importants des emprunts des banques

Graphique 1.27. Taux des swaps sur défaut de crédit (CDS)



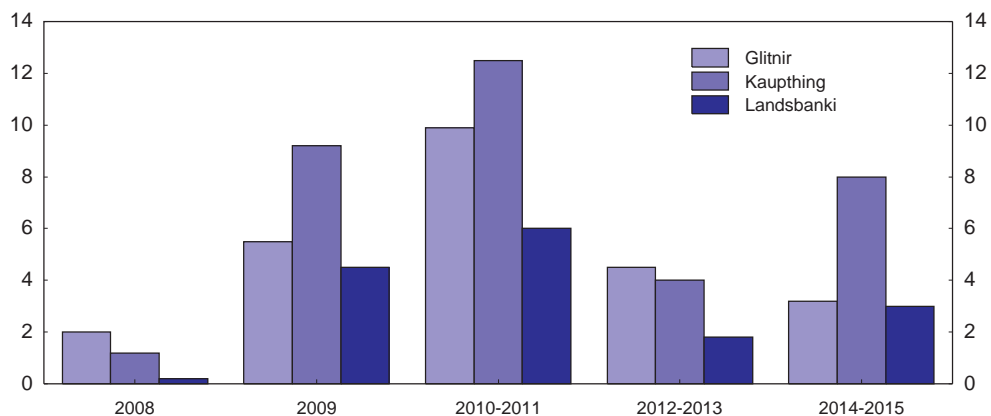
1. Les taux des CDS ont atteint 2 872.5, 2 579.4 et 4 840.6 points de base respectivement pour les banques Kaupthing, Landsbanki et Glitnir, au début du mois d'octobre lorsqu'elles ont été placées sous administration judiciaire.

Source : Datastream et Bloomberg.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705070760603>

Graphique 1.28. Calendrier d'amortissement des institutions financières

En millions USD



Source : Banque centrale d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705160568786>

islandaises auprès du système par l'intermédiaire de la Banque centrale du Luxembourg et par la qualité des nantissements présentés<sup>10</sup>. Une part importante de ces nantissements se composait de créances sur d'autres banques islandaises, les fameuses « lettres d'amour ». De plus, sur le front interne, dans le cadre de leurs opérations avec la BCI, les banques avaient utilisé ces créances réciproques ou des créances sur l'Icebank, islandaise comme nantissements (en d'autres termes, elles émettaient des titres de créance sur l'Icebank qui émettait ses propres titres de créance sur les banques destinés à être remis

en nantissement de leurs emprunts auprès de la BCI) (Jännäri, 2009, p. 18). La BCE et la Banque centrale du Luxembourg ont demandé aux banques islandaises de réduire l'utilisation de tels nantissements, mais deux d'entre elles ont par la suite dépassé les limites convenues.

Parallèlement, la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni a exprimé ses inquiétudes devant l'ampleur des dépôts de résidents britanniques auprès d'Icesave, la succursale britannique de la Landsbanki. La FSA a eu des discussions avec la Landsbanki en février à propos de sa liquidité et, en mars, elle a lancé un plan pour transférer les comptes de la banque Icesave de ses succursales vers une filiale britannique. Il s'agissait ainsi de placer Icesave sous le contrôle de la FSA et de transférer les engagements de garantie des dépôts de l'Islande (Fonds de garantie des dépôts) au Royaume-Uni. En fait, ce transfert n'a jamais été effectué parce que la Landsbanki était dans l'incapacité de transférer des actifs de sa filiale luxembourgeoise au Royaume-Uni sans violer des dispositions de ses contrats d'emprunt et parce qu'elle ne pouvait pas se conformer aux règles de la FSA relatives au plafonnement de ses positions de risque de gros volume.

Avec l'atténuation des tensions sur les marchés mondiaux de capitaux à la suite des initiatives prises par les autorités américaines pour éviter la faillite d'institutions d'importance systémique comme la banque Bear Stearns, les taux des CDS appliqués aux établissements de crédit islandais ont sensiblement diminué, tout en restant élevés. Le quasi-décès des banques islandaises durant les premiers mois de 2008 met en relief la nécessité pour le gouvernement d'apporter un soutien plus solide au système. Pour renforcer ce soutien, le Parlement a adopté un projet de loi habilitant le gouvernement à emprunter jusqu'à 500 milliards ISK pour accroître les réserves de la BCI. Toutefois, les autorités se sont rapidement aperçues qu'elles ne pouvaient pas emprunter de l'argent à des taux raisonnables – le taux applicables aux CDS sur la dette publique étant alors de 200-300 points de base – et finalement elles ont peu emprunté.

À la suite de l'effondrement de la banque Lehman Brothers à la mi-septembre, la situation s'est détériorée sur les marchés mondiaux de capitaux à un point sans précédent depuis les années 30. La vente d'une filiale que la banque Glitnir avait prévue pour financer le remboursement de son obligation arrivant à échéance en octobre a échoué et, aucun autre financement privé n'étant possible, cet établissement a dû déposer son bilan. Elle a demandé l'aide de l'État qui a accepté de rembourser 600 millions EUR, en échange d'une participation de 75 % dans son capital. La valeur des actions de la Glitnir s'est effondrée, exposant la Landsbanki à de lourdes pertes puisqu'elle avait accepté des actions de la Glitnir en nantissement de prêts accordés aux propriétaires de cette dernière.

La FSA britannique était très inquiète des comptes auprès d'Icesave, sur lesquels intervenaient des retraits massifs. Le vendredi 3 octobre, elle a exigé pour le lundi 6 octobre le versement de 200 millions GBP sur un compte ouvert sur les livres de la Banque d'Angleterre pour faire face à de nouveaux retraits de ces comptes. La BCE a en outre demandé aux banques islandaises de réduire leur dette à son égard. Le ministère islandais des Affaires d'Entreprises a envoyé une lettre aux autorités britanniques affirmant que le gouvernement islandais se tenait prêt à respecter le seuil minimum d'indemnisation prévu par la directive de l'UE relative à la garantie des dépôts en cas de défaillance de la Landsbanki. Le gouvernement et la BCI ont rejeté la demande de la Landsbanki d'emprunt de 200 millions GBP. Ils ont en revanche accepté de prêter à la banque Kaupthing 500 millions EUR puisqu'elle avait pu remettre des nantissements de meilleure qualité et qu'elle passait pour avoir de plus grandes chances de survie.

Le lundi 6 octobre, le Parlement a adopté en urgence une loi permettant à l'autorité de surveillance financière (Fjármálaeftirlitið – FME) d'intervenir dans les opérations des banques et d'en prendre le contrôle. Le jour suivant, la FME a effectivement pris le contrôle de la Landsbanki et de la banque Glitnir. Le 8 octobre, les autorités britanniques ont gelé les actifs concernant la Landsbanki au Royaume-Uni<sup>11</sup>. La FSA britannique a aussi décidé le même jour que la situation de la filiale de la banque Kaupthing, Kaupthing Singer Friedland (KSF), contrevenait à la réglementation sur la liquidité des banques, lui a interdit de collecter de nouveaux dépôts et a obtenu une décision d'un tribunal pour la placer sous tutelle. Ainsi, la Kaupthing a de fait été fermée, la FME en a pris le contrôle et elle a désigné le 9 octobre un comité chargé de son redressement.

Le gouvernement a scindé les banques en faillite en nouvelles banques qui ont repris les dépôts et les emprunts de résidents figurant sur les livres de leurs succursales en Islande, et les anciennes banques ont été liquidées. L'objectif de ces scissions était de permettre au système national de paiements de continuer de fonctionner, ce qui a été le cas. Les nouvelles banques doivent indemniser les créanciers des anciennes banques en cas d'éventuel excédent des actifs par rapport aux passifs transférés. Le gouvernement recapitalisera les nouvelles banques lorsqu'auront été émis les titres d'indemnisation.

## Les suites de l'effondrement des grandes banques islandaises

### ***L'État a subi une augmentation substantielle de sa dette nette sous l'effet direct de la faillite des banques***

Sous l'effet direct de la faillite des banques, la dette nette de l'État (et de la banque centrale) s'est accru de quelque 13 % du PIB. La majeure partie de cette augmentation correspond à des avances de la BCI aux banques et, dans des proportions bien moindres, à des concours du Trésor. À la suite de la faillite des banques, le bruit a couru que la BCI avait consenti des prêts substantiels aux banques par le biais de son guichet de l'escompte moyennant la remise de nantissements très peu solides, comme on l'a vu. Lorsque les banques ont fait faillite, la BCI détenait 270 milliards ISK (18.4 % du PIB) de créances de ce type, dont la valeur comptable a été révisée à 95 milliards ISK. Le Trésor a lui aussi consenti de tels prêts aux spécialistes en valeurs d'État (à savoir les banques qui ont fait faillite), ce qui a occasionné des pertes supplémentaires de 17 milliards ISK (1.2 % du PIB) représentant le reste du coût net direct de la faillite des banques pour l'État. De plus, l'État devra satisfaire aux obligations minimums de garantie des dépôts résultant de la réglementation de l'UE pour les comptes Icesave de la Landsbanki au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Les gouvernements du Royaume-Uni et des Pays-Bas ont conclu un accord avec le gouvernement islandais en juin 2009 ; en vertu de cet accord, ils prêtent 630 milliards ISK (4.95 milliards USD) au Fonds islandais de garantie des dépôts à un taux annuel de 5 % pour couvrir ces obligations. Le Fonds ne procédera à aucun remboursement pendant 7 ans, mais le prêt devra être remboursé dans un délai de 15 ans. Cet accord vise à permettre aux administrateurs judiciaires de vendre correctement les actifs de Landsbanki, de façon à en tirer le maximum. C'est l'État islandais qui remboursera la différence entre l'amortissement du prêt et les sommes récupérées sur les ventes d'actifs. À supposer que le taux de récupération soit de 75 %, la BCI estime qu'en valeur actualisée il en coûtera à l'État islandais 240 milliards ISK (17 % du PIB estimé de 2009) pour s'acquitter de cette obligation. L'État a aussi garanti l'intégralité des dépôts intérieurs. Il est difficile d'évaluer le coût de cet engagement.

Pour éviter que d'éventuelles crises bancaires futures n'aboutissent à de telles pertes, il faudra mieux vérifier la qualité des nantissements remis au guichet de l'escompte de la BCI et obtenir l'autorisation du gouvernement pour un recours au guichet de l'escompte si important que la solvabilité de la BCI puisse s'en trouver menacée.

### **Un accord de confirmation a été conclu avec le FMI**

À la suite de la crise, le gouvernement a demandé un accord de confirmation du FMI pour soutenir la confiance dans son plan de relance et pour disposer des financements nécessaires en devises à un coût raisonnable – de tels emprunts sur les marchés financiers internationaux privés auraient eu un coût prohibitif compte tenu de la cherté des taux des CDS sur la dette publique islandaise (ils s'établissaient encore aux alentours des 900 points de base au printemps 2009). Cet accord de confirmation, conclu en novembre 2008, prévoit un financement externe à hauteur de 5.1 milliards USD, dont 2.1 milliards USD viennent du FMI (40 % du montant ont été immédiatement déboursés et le solde doit être versé en huit tranches égales sous réserve de réexamens trimestriels) et le reste de pays voisins, et l'accord a été conclu pour deux ans. En outre, le Royaume-Uni et les Pays-Bas sont convenus en principe de prêter aux autorités islandaises les fonds nécessaires pour couvrir la garantie minimum des dépôts de l'UE au titre des comptes ouverts sur les livres d'Icesave dans ces pays, l'accord sur les conditions de prêt ayant finalement été conclu en juin 2009 (voir ci-dessus). L'accord de confirmation vient à l'appui d'un programme économique visant à relever les grands défis suivants :

- *Empêcher une nouvelle dépréciation marquée de la couronne pour réduire le risque d'effets de bilan négatifs*, qui porteraient préjudice à l'économie. Ce risque reflète le poids de l'endettement de l'économie et la part considérable de la dette libellée en devises et indexée sur l'inflation. À cette fin, la politique monétaire a été durcie pour rendre les actifs libellés en couronne plus attrayants pour les investisseurs et le contrôle des changes introduit par le gouvernement au lendemain de la crise a été maintenu.
- *Veiller à la viabilité budgétaire à moyen terme en lançant un programme d'assainissement budgétaire rigoureux à partir de 2010*. Même s'il fallait revenir sur les mesures expansionnistes du budget initial pour 2009, aucune mesure d'assainissement n'a été imposée en 2009 sauf en cas de détérioration de la position initiale (de 20 milliards ISK, soit 1.3 % du PIB) par rapport à ce qui avait été envisagé à l'origine (principalement sous l'effet du gonflement des indemnités de chômage). À cette fin, les taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et divers droits d'accise ont été relevés en 2009, de nouveaux impôts ont été introduits et les dépenses publiques ont été réduites (voir le chapitre 2). Des mesures d'assainissement de l'ordre de 3 % du PIB par an sont exigées pour la période 2010-13.
- *Élaborer une stratégie complète de restructuration bancaire, y compris des mesures pour assurer l'estimation à leur juste valeur des actifs, maximiser le recouvrement des actifs et renforcer les pratiques de contrôle*. Le règlement au mieux des créances des déposants et autres créanciers de façon équitable et collaborative a été jugé essentiel pour préserver l'intégration de l'Islande au sein du système financier international et pour lui permettre d'accéder de nouveau aux marchés financiers internationaux.

### **Le retour à un bon fonctionnement du système bancaire contribuera au succès du plan de relance**

Les nouvelles banques ne sont pas en mesure d'assurer normalement l'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs : elles n'ont pas de fonds propres et une incertitude

considérable entoure la valeur de leurs actifs et des titres qu'elles doivent souscrire vis-à-vis des anciennes banques pour dédommager les créanciers d'un éventuel excédent des actifs sur les passifs transférés aux nouvelles banques. Certains de ces problèmes devraient être résolus rapidement. Le gouvernement a conclu un accord en juillet 2007 avec les comités de liquidation des anciennes banques en ce qui concerne la mise au point finale des accords d'indemnisation, qui devrait intervenir d'ici la mi-août. Il a été convenu, sous certaines conditions, que les comités de liquidation de Glitniz et de Kaupthing seraient actionnaires majoritaires des nouvelles banques, ce qui veut dire que ces comités devraient capitaliser IslandSbanki et la nouvelle Kaupthing dans le cadre de l'accord d'indemnisation. Le gouvernement et le Comité de liquidation de l'ancienne Landsbanki ont décidé d'un délai supplémentaire pour que le Comité de liquidation, ses conseillers et les représentants des créanciers puissent procéder aux vérifications préalables et que puisse être mis au point un titre obligataire à émettre par la nouvelle Landsbanki aux fins d'indemnisation. Ce titre devrait être également émis à la mi-août. L'État recapitalisera les nouvelles banques dès qu'auront été finalisés les accords d'indemnisation. La recapitalisation prendra la forme de l'émission de nouvelles obligations publiques au profit des nouvelles banques. Chaque banque sera capitalisée prudemment, avec un ratio de fonds propres de niveau 1 d'environ 12 %. Au total, la capitalisation atteindra environ 270 milliards ISK (19 % du PIB estimé pour 2009). Dans le cas où Glitniz et Kaupthing exécuteraient leurs accords de souscription d'action dans les conditions indiquées précédemment, ce montant serait ramené à environ 200 milliards ISK. Ces niveaux de capitalisation sont nettement inférieurs à l'estimation de 385 milliards ISK faite au moment du transfert initial de l'actif et du passif aux nouvelles banques en octobre 2008 ; le coût budgétaire sera donc moindre qu'on l'avait envisagé au départ et il en sera de même de l'impact sur la dette brute de l'État.

Les actifs des banques ont été nettement dépréciés en fonction des valorisations retenues pour les accords finals d'indemnisation et les banques auront des niveaux relativement élevés de capitalisation pour tenir compte de l'incertitude considérable quant à la valeur de leurs actifs, mais il pourra être nécessaire de loger les mauvais actifs dans une société de gestion de portefeuille afin de réduire l'incertitude entourant la solidité des bilans des banques. De plus les moyens opérationnels des banques (personnel et guichets) restent surdimensionnés pour le marché islandais, ce qui nuit à leur rentabilité. Les actionnaires des banques tireraient avantage d'une réduction de ces moyens opérationnels, ce qui pourrait même entraîner des fusions (dès lors qu'elles ne sont pas nocives pour la concurrence dans les services bancaires). À cet égard, il importe que l'État utilise ses participations au capital des banques pour maximiser la valeur à terme de son investissement, plutôt que de poursuivre d'autres objectifs (notamment éviter les licenciements dans le secteur bancaire) qui pourraient faire obstacle au nécessaire assainissement des banques. Toutes ces mesures devraient faciliter la préparation des banques à leur privatisation intégrale dans les prochaines années.

L'un des grands problèmes posés par la structure de ces nouvelles banques tient au fait qu'elles détiennent un volume considérable d'actifs libellés en devises (même si ce volume sera sensiblement réduit une fois que l'on connaîtra toute l'ampleur des passations en charges des créances sur les groupes d'investissement), mais presque pas de passifs en devises. Cela les expose à un risque de change et leur impose une perte nette de portage (les taux d'intérêt de la couronne étant sensiblement supérieurs à ceux des autres monnaies), même s'ils diminuent à mesure que baissent les taux d'intérêt intérieurs. Ces

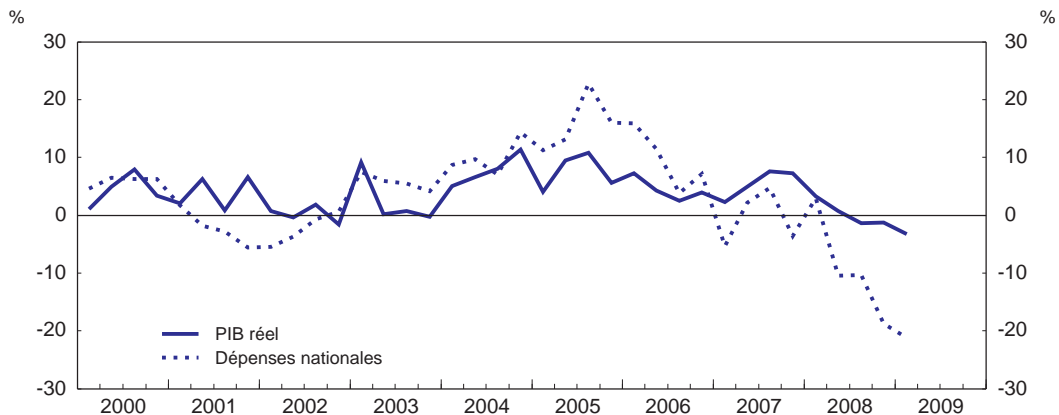
coûts viennent s'ajouter à la charge d'ajustement exigée pour respecter le programme d'assainissement budgétaire prévu par l'accord de confirmation. Une fois levé le contrôle des changes sur les mouvements de capitaux, cependant, les banques vont pouvoir retrouver une position couverte en devises et éliminer ainsi leur perte nette de portage. Il serait malheureux que les banques doivent chercher à se défaire de leur exposition au risque de change, qui devrait être de courte durée, en contraignant leurs clients, notamment des exportateurs ayant des emprunts en devises couverts, à les convertir en emprunts en couronnes, ce qui créerait une nouvelle exposition au risque de change. Comme la valeur réelle de la couronne semble bien inférieure à sa valeur d'équilibre, une telle exposition au risque de change pourrait bien finir par infliger de lourdes pertes aux exportateurs.

### **L'économie a plongé dans une profonde récession, mais devrait commencer à se redresser en 2010**


L'ajustement à la détérioration de la situation économique a commencé avant que les banques ne fassent faillite. La croissance de la demande intérieure, dont le rythme s'était déjà modéré en 2007, a chuté à partir du deuxième trimestre de 2008 (graphique 1.29). Cette chute a suivi une aggravation notable de la crise financière mondiale au premier trimestre de 2008, culminant avec le plan de sauvetage sous l'égide du gouvernement américain de la banque Bear Stearns en mars 2008. Ces événements avaient réduit l'accès des banques islandaises aux marchés financiers mondiaux. Toutes les composantes privées de la demande intérieure ont diminué en glissement annuel à partir du deuxième trimestre de 2008, les dépenses d'équipement des entreprises et l'investissement dans le logement résidentiel donnant le ton. Cela étant, la croissance du PIB a moins fortement reculé que celle de la demande intérieure, ce qui traduit le dynamisme des exportations et le tassement des importations.

Graphique 1.29. **Croissance de la demande intérieure et du PIB**

En rythme annuel



Source : Banque centrale d'Islande.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705167301732>

Comme c'est généralement le cas, l'ajustement du marché du travail est intervenu plus tardivement que le ralentissement de l'activité. La croissance de l'emploi a sensiblement diminué, mais elle est restée relativement forte au troisième trimestre de



2008 (voir graphique 1.14). Avec un ralentissement notable de l'immigration, cela a contenu l'augmentation du chômage, qui est passée de 2 % au troisième trimestre de 2008 à 2½ pour cent au second trimestre de 2009. Néanmoins, la croissance des salaires réels s'est nettement ralentie (voir graphique 1.15), ce qui traduit une poussée de l'inflation qui n'a pas été compensée par l'évolution des taux de salaire nominaux (voir graphique 1.18).

L'inflation s'est accélérée, passant de 3.8 % au troisième trimestre de 2007 à 13.9 % un an plus tard (voir graphique 1.19). Cette accélération est le fruit d'une forte dépréciation du cours de change de la couronne (29 %) intervenue depuis le début de la crise financière mondiale au troisième trimestre de 2007. Comme on l'a vu, l'évolution du cours de change se répercute de façon très sensible sur le taux de l'inflation interne, ce qui reflète entre autres le manque de crédibilité de la politique monétaire.

À la suite de la faillite des banques, la contraction de l'ensemble des composantes de la demande intérieure s'est nettement accentuée. Devant la chute de leurs revenus réels, la réduction considérable de leur patrimoine et la nécessité urgente de se désendetter, les consommateurs ont revu leurs dépenses en forte baisse. L'investissement résidentiel s'est inscrit en vif repli et les entreprises ont radicalement taillé dans leurs dépenses générales d'équipement compte tenu des sombres perspectives économiques, de l'effondrement de l'intermédiation financière et de la nécessité de se désendetter. Les importations ont reculé dans de telles proportions que le solde du commerce extérieur s'est fortement amélioré pour se rapprocher de zéro ; cela étant, le déficit des paiements courants s'est creusé pour atteindre un niveau record (35 % du PIB) sous l'effet des énormes pertes subies par les sociétés d'investissement islandaises, ce qui a abouti à un déficit considérable des revenus de facteurs (32 % du PIB). Des réductions massives de l'emploi et de la durée du travail ont été décidées, ce qui a porté le taux de chômage à 7.1 % au premier trimestre de 2009. La hausse des prix à la consommation s'est encore accentuée pour atteindre 18.6 % sous l'effet de la nouvelle baisse du taux de change (le taux de change effectif réel de la couronne s'est de nouveau déprécié de 27 % entre le troisième trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2009) associée à la faillite des banques. L'inflation est néanmoins revenue à 12.2 % en juin 2009 lorsque les effets de la dépréciation ont commencé à se dissiper, la chute des prix des logements s'est intensifiée (les prix immobiliers sont directement pris en compte dans l'IPC en Islande via le coût d'usage des services des logements occupés par leur propriétaire) et la détérioration grandissante des conditions économiques a pesé sur le pouvoir de détermination des prix des entreprises. Les salaires se sont rapidement ajustés à la crise, reculant de 6¾ pour cent en termes réels de mai 2008 à mai 2009.

Sur la base de politiques macroéconomiques compatibles avec le programme du FMI et en partant de l'hypothèse du retour à un fonctionnement normal du secteur bancaire à la fin de l'année, l'OCDE prévoit une profonde récession cette année, le PIB reculant de quelque 7 %, puis une reprise progressive l'an prochain avec le lancement de grands projets liés à l'énergie (tableau 1.8). Le taux de chômage devrait atteindre un sommet de 10 % en 2010 tandis que l'inflation devrait revenir aux alentours de 2½ pour cent. Une nouvelle amélioration du solde commercial devrait ramener la balance des paiements courants à un niveau proche de l'équilibre en 2010, malgré un déficit considérable des revenus de facteurs.

Tableau 1.8. **Évolutions et perspectives économiques à court terme**

Pourcentages de variation

|  | 2005                              | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010 |
|--|-----------------------------------|---|-------|-------|-------|------|
|  | Prix courants<br>milliards de ISK | Pourcentages de variation, en volume (prix de 2000) |       |       |       |      |
| Consommation privée                              | 610.6                             | 3.9   | 5.6   | -7.7  | -16.2 | -1.9 |
| Consommation publique                            | 252.6                             | 4.0   | 4.2   | 2.8   | -2.2  | -3.3 |
| Formation brute de capital fixe                  | 291.3                             | 21.7  | -12.8 | -21.8 | -51.3 | 7.0  |
| Demande intérieure finale                        | 1 154.5                           | 8.4   | 0.0   | -9.0  | -21.0 | -0.9 |
| Variation des stocks <sup>1</sup>                | -0.9                              | 1.1   | -0.6  | -0.4  | 1.0   | 0.1  |
| Demande intérieure totale                        | 1 153.7                           | 9.4   | -0.6  | -9.3  | -18.6 | -0.8 |
| Exportations de biens et services                | 323.9                             | -4.9  | 17.7  | 7.1   | -1.0  | 0.8  |
| Importations de biens et services                | 451.3                             | 10.4  | -1.0  | -18.0 | -26.3 | 1.2  |
| Exportations nettes <sup>1</sup>                 | -127.4                            | -6.1  | 6.2   | 10.6  | 12.1  | -0.1 |
| PIB aux prix du marché                           | 1 026.3                           | 4.5   | 5.5   | 0.3   | -7.0  | -0.8 |
| Déflateur du PIB                                 |                                   | 9.0   | 5.6   | 12.2  | 9.2   | 3.6  |
| <i>Pour mémoire</i>                              |                                   |   |       |       |       |      |
| Indice des prix à la consommation                |                                   | 6.7   | 5.1   | 12.7  | 10.8  | 2.4  |
| Déflateur de la consommation privée              |                                   | 7.5   | 4.7   | 14.0  | 11.4  | 2.4  |
| Taux de chômage                                  |                                   | 2.9   | 2.3   | 3.0   | 8.4   | 9.9  |
| Solde des administrations publiques <sup>2</sup> |                                   | 6.3   | 5.4   | -14.3 | -10.7 | -7.2 |
| Balance des opérations courantes <sup>2</sup>    |                                   | -25.0   | -15.4 | -34.6 | -3.0  | -1.1 |

Les comptes nationaux étant basés sur des indices chaîne officiels, il existe donc un écart statistique dans l'identité comptable entre le PIB et les composantes de la demande réelle. Voir *Perspectives économiques de l'OCDE : Sources et méthodes*, ([www.oecd.org/eco/sources-and-methods](http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods)).

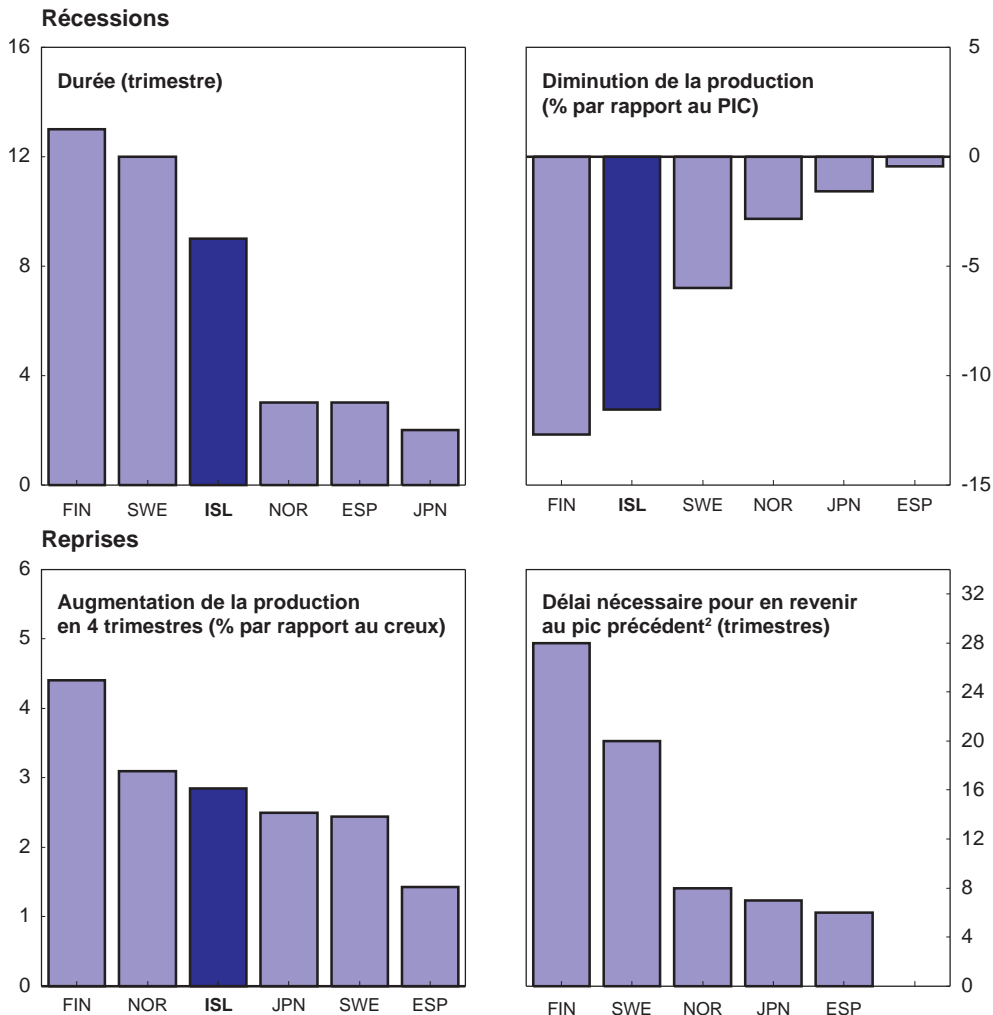
1. Contributions aux variations du PIB en volume (en pourcentage du PIB en volume de l'année précédente) ; montant effectif pour la première colonne.
2. En pourcentage du PIB.

Source : Base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 85.

Par rapport aux récessions passées qu'ont connues les autres pays développés qui ont traversé une grave crise financière ces dernières décennies – les « cinq grands » recensés par Reinhart et Rogoff (2008) – l'OCDE estime que la récession en Islande comptera parmi les plus longues et sera l'une des plus profondes (graphique 1.30). La vigueur de la reprise prévue par rapport au point bas sera comparable à celle observée dans la plupart des autres pays. Vu l'expérience de ces pays et l'ampleur de la chute de la production par rapport au pic d'activité, comparable à celle qui s'est produite en Finlande au début des années 90, il pourrait falloir six à sept ans pour que la production retrouve en Islande le niveau du pic atteint au troisième trimestre de 2007.


## La surveillance et la réglementation prudentielles doivent être renforcées

La crise financière mondiale a mis en lumière les faiblesses de la surveillance et de la réglementation prudentielles de la plupart des pays. L'un des grands thèmes qui ressortent des études réalisées est l'absence de surveillance macroprudentielle, qui a permis un développement sans entrave de risques majeurs pour la stabilité du système financier (voir l'encadré 1.2 pour une définition de la surveillance micro- et macroprudentielle). En Islande, ces risques se sont davantage accumulés que dans d'autres pays, ce qui a fini par s'avérer fatal. Les carences de la surveillance microprudentielle ont aussi été mises en relief, particulièrement en Islande, et elles doivent donc être aussi corrigées.

Graphique 1.30. **Récessions et reprises : la crise financière en Islande et dans les « cinq grands »<sup>1</sup>**

1. Les « cinq grands » recensés par Deinhart et Rogoff (2008) sous l'angle de la crise financière sont la Finlande (1990-93), le Japon (1993), la Norvège (1988), l'Espagne (1978-79) et la Suède (1990-93).
2. Le délai de retour au pic précédent dans le cas de l'Islande se situe bien au-delà de l'horizon des prévisions de l'OCDE (actuellement 2010 T4). À cet horizon, l'OCDE prévoit qu'il y aura eu récupération de 20 % environ de la chute par rapport au pic.

Source : OCDE, Comptes nationaux.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705252712577>

### Encadré 1.2. **Surveillance macro- et microprudentielle\***

La surveillance macroprudentielle vise à limiter les difficultés de l'ensemble du système financier afin d'éviter que l'économie en général ne subisse de lourdes pertes de la production réelle. Même si les risques pesant sur le système financier peuvent en principe émaner d'un seul et même établissement financier s'il est suffisamment important, le risque systémique global, qui est bien plus considérable, découle de l'exposition commune de nombreux établissements financiers aux mêmes facteurs de risque. L'analyse macroprudentielle doit donc veiller tout particulièrement aux chocs communs ou corrélés et aux chocs touchant les composantes du système financier qui déclenchent des phénomènes de contagion ou autres effets en retour.

### Encadré 1.2. **Surveillance macro- et microprudentielle\*** (suite)

La surveillance microprudentielle, qui a traditionnellement concentré l'attention des autorités de contrôle, vise à limiter les difficultés que peuvent connaître des établissements de crédit à titre individuel, protégeant ainsi leurs clients respectifs. En empêchant la faillite d'institutions financières considérées individuellement, la surveillance microprudentielle s'efforce d'atténuer le risque de contagion et les externalités négatives qui s'ensuivent en termes de confiance dans le système financier.

\* Cet encadré s'inspire du rapport de Larosière (président) (2009).

L'une des grandes leçons de la crise financière mondiale aura été que la surveillance macroprudentielle ne peut être efficace que si elle peut avoir un certain impact sur la surveillance au niveau microfinancier (Groupe de travail de Larosière, 2009). L'Islande était dotée d'une autorité de stabilité financière, la BCI, mais son rôle a simplement consisté à lancer des mises en garde contre des menaces pesant sur la stabilité financière. Il n'y avait aucune base légale permettant de traduire ces avertissements en modifications du dispositif de politique microprudentielle en vue de maîtriser les comportements de banques mettant en péril la stabilité financière.

Le rapport de l'ancien responsable du contrôle bancaire de Finlande, M. Jännäri, qui avait été demandé par les autorités pour proposer des améliorations de la réglementation et de la surveillance prudentielles, contient des recommandations concernant la surveillance tant macro- que microprudentielle. Ses principales recommandations sont reproduites dans l'encadré 1.3.

### Encadré 1.3. **Principales recommandations du rapport Jännäri sur la réglementation et la surveillance prudentielles**

1. Réduire le nombre de ministères ayant des compétences en matière de législation financière ou qui sont concernés par ailleurs par les marchés de capitaux.
2. Fusionner la BCI et la FME, ou à tout le moins les réunir sous une même tutelle administrative (comme en Finlande et en Irlande).
3. Accorder plus de pouvoirs à la FME et l'encourager à les utiliser plus énergiquement.
4. Créer un registre national du crédit auprès de la FME afin de limiter les risques de crédit au sein du système et d'avoir une meilleure vue d'ensemble des positions de risque de gros volume au niveau national.
5. Énoncer des règles plus strictes et, partant, imposer des pratiques plus rigoureuses en matière de positions de risque de gros volume, de prêts à des parties liées et de qualité des propriétaires, en usant si nécessaire de la faculté discrétionnaire d'appréciation de l'autorité.
6. Procéder à de plus fréquentes inspections sur place afin de vérifier la surveillance et les rapports à distance, notamment en matière de risque de crédit, de risque de liquidité et de risque de change.
7. Revoir et améliorer le régime de garantie des dépôts, en suivant de près les évolutions au sein de l'UE dans ce domaine.
8. Participer activement à la coopération internationale sur la réglementation et la surveillance financières, en particulier au sein de l'EEE et de l'UE.

## ***La surveillance macroprudentielle doit influencer sur la surveillance microprudentielle pour contenir l'accumulation de risques systémiques***

### ***L'exposition commune des grandes banques aux mêmes facteurs de risque***

Les trois principales banques ont toutes poursuivi la même stratégie fondamentale d'expansion – emprunter à l'étranger sur les marchés de gros pour financer les acquisitions d'actions à l'étranger de groupes islandais d'investissement très endettés (ces achats intervenant principalement dans le cadre d'opérations d'investissement direct à l'étranger). Dans la plupart des cas, le nantissement de ces prêts se composait d'actions des sociétés rachetées. Cette stratégie exposait indirectement les banques à un risque boursier – lorsque les marchés mondiaux d'actions ont vu leur situation se détériorer fortement à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers, ces groupes d'investissement sont devenus insolubles et la valeur des nantissements qu'ils avaient constitués a sensiblement diminué, ce qui a abouti à de lourdes pertes sur prêts pour ces banques. Le fait que les banques aient surtout emprunté sur les marchés de gros a exacerbé leurs difficultés, car ce type de financement n'a plus été possible après la faillite de Lehman Brothers. Les banques étaient en outre devenues trop grosses pour que le gouvernement islandais puisse se porter à leur secours. Dans de telles conditions, le métier de banquier est devenu très risqué durant la crise financière mondiale.

Les établissements de crédit ont en outre considérablement développé leurs prêts aux autres résidents islandais, ce qui a alimenté un boum insoutenable de la demande intérieure. Même si les garanties fournies par ces résidents semblaient permettre une telle accumulation de dettes, la valeur de ces sûretés avait été grossièrement gonflée par le boum des prix des actifs. Or, même avant le krach final d'octobre 2008, le resserrement des conditions de crédit avait abouti à une forte baisse des cours des actions et des prix de l'immobilier, érodant la capacité de ces résidents à supporter un tel endettement. Le recul de la valeur des actifs intervenu depuis lors, et donc du capital des entreprises et du patrimoine net des ménages, a été soudain, ce qui leur imposait de se désendetter rapidement. Même si ces opérations de crédit n'ont pas joué de rôle déterminant dans la débâcle des banques, elles leur feront supporter ultérieurement de lourdes pertes sur prêts.

Les banques ont aussi été indirectement exposées à des risques de change, même si elles avaient intégralement couvert leurs propres positions. Elles avaient en effet consenti des prêts en devises qui, eux, n'étaient pas intégralement couverts. Comme on l'a vu, on ne sait pas dans quelle mesure les prêts non couverts en devises ont été consentis à des sociétés non financières, puisque, pour l'essentiel, les prêts en devises ont été probablement accordés à des sociétés d'investissement qui achetaient des actifs étrangers. Malgré tout, on constate que certaines entreprises ont emprunté des devises sans disposer d'actifs ou de revenus correspondants en devises, par exemple dans le secteur de la construction. Les prêts en devises consentis aux ménages, qui étaient généralement libellés en franc suisse ou en yen japonais, n'ont pas été couverts. À la lumière de la forte dépréciation de la couronne depuis le début de 2008, les banques risquent de subir de lourdes pertes sur leurs prêts non couverts aux résidents.

### ***Pour endiguer l'accumulation des risques systémiques, la surveillance macroprudentielle et la surveillance microprudentielle doivent interagir***

La BCI, qui est l'autorité chargée de la stabilité financière, a lancé des mises en garde contre ces risques, mais ne disposait pas des moyens de les traduire en mesures au niveau

de la surveillance microprudentielle. Parallèlement, l'autorité de surveillance microprudentielle (la FME) qui est chargée du contrôle des différents établissements financiers, n'avait pas de base juridique lui permettant de modifier ses pratiques afin de prévenir les risques systémiques qui ne résultaient pas de la faillite potentielle d'un établissement en particulier. Si l'on veut éviter un tel scénario à l'avenir, il faudra accorder une base légale au durcissement des conditions de la surveillance prudentielle en vue de faire face à une accumulation de risques systémiques, notamment en imposant des obligations de fonds propres à caractère anticyclique et des obligations supplémentaires de fonds propres pour les prêts en devises qui ne sont pas couverts. Il faudra en outre que la BCI puisse avoir accès en temps voulu aux informations de la FME dont elle aura besoin, ce qui n'est pas toujours le cas. L'application concrète d'une telle réforme pourrait imposer la fusion de la BCI et de la FME ou, à tout le moins leur placement sous la même tutelle administrative (comme en Finlande et en Irlande), qui est prévu.

### **La surveillance microprudentielle doit être renforcée<sup>12</sup>**

Comme on l'a vu, les trois grandes banques avaient des positions de risque d'une ampleur inhabituelle vis-à-vis d'entreprises ou de particuliers très endettés dont la principale activité consistait à investir en actions ou dans des opérations de capital-risque ou autres transactions spéculatives. À la fin de juin 2008, on comptait un total de 23 positions dépassant le plafond de 10 % des fonds propres (six à dix positions pour chaque banque). Ces positions représentaient de 94 à 174 % des fonds propres de chaque établissement. Selon le rapport Jännäri, il est très rare que d'aussi grandes banques présentent d'aussi nombreuses positions de risque de gros volume de ce type et le comportement de ces établissements dans ce domaine a été très imprudent. De fait, si l'on considère les données collectées en juillet 2008 sur les positions de risque représentant de 3 à 10 % des fonds propres, il apparaît que la véritable ampleur des positions de gros volume a été plus considérable encore parce que certaines des positions plus réduites semblent avoir été liées aux positions représentant plus de 10 % des fonds propres. Même si ces positions de gros volume s'inscrivaient dans les limites généreuses (25-800 % des fonds propres) prévues par les dispositifs de Bâle et de l'UE, le rapport Jännäri relève que ces limites n'ont jamais été conçues pour être utilisées par des grandes banques dans des opérations internationales à fort effet de levier ; elles ont plutôt été fixées à des niveaux aussi élevés pour permettre à de petites banques locales d'aider leurs clients en manque de financement pour investir dans leurs capacités productives. Le rapport Jännäri conclut qu'un renforcement de la réglementation et des pratiques plus rigoureuses sont nécessaires en ce qui concerne les positions de risque de gros volume et note que le dispositif de Bâle II facilitera ce durcissement de la réglementation et de la surveillance. Comme certains des clients affichant des positions de risque de gros volume avaient obtenu des crédits auprès de plusieurs banques, au péril de la stabilité systémique, le rapport Jännäri recommande aussi d'établir un registre national des crédits afin de mieux suivre ce risque.

Le problème des positions de risque de gros volume (et des prêts à des parties liées) a été aggravé par la complexité et l'opacité de l'actionnariat des banques, ce qui a fortement compliqué pour la FME la vérification, de façon juridiquement certaine, de la véritable ampleur de ces positions de risque de gros volume (et des prêts à des parties liées). Le rapport Jännäri relève que le schéma utilisé par certains des grands groupes d'investisseurs pour dissimuler les véritables propriétaires effectifs des banques était le signe d'une mauvaise culture d'entreprise et il recommande de durcir les règles de transparence, d'instaurer une plus grande vigilance et d'attribuer aux autorités de contrôle plus de pouvoirs discrétionnaires pour s'opposer à de telles pratiques.

Même si les banques paraissaient bien capitalisées, une partie de ce capital était de qualité douteuse. Recourant fortement à l'effet de levier, les actionnaires de contrôle avaient été autorisés à emprunter jusqu'aux deux tiers de leur investissement dans les banques, moyennant la remise en nantissement de leurs participations dans ces banques. Lorsque ces actionnaires ont subi des pertes catastrophiques sur les marchés boursiers, la valeur des prêts a dû être brutalement révisée en baisse, révélant au passage que les banques disposaient de moins de capital qu'on ne le pensait. Le rapport Jännäri a jugé que ces pratiques étaient très imprudentes et recommandé qu'on les encadre plus rigoureusement à l'avenir.

Comme on l'a vu, le système bancaire était devenu trop grand et trop complexe pour que la FME puisse le surveiller efficacement. Cette dernière ne disposait ni des effectifs, ni de la diversité des compétences nécessaires. En outre, elle connaissait une forte rotation de son personnel (souvent à des rythmes de plus de 10 %) en partie en raison de conditions d'emploi beaucoup moins intéressantes que dans les banques. Les établissements de crédit avaient réussi à exercer des pressions pour empêcher que la FME n'obtienne les augmentations de ressources financières dont elle avait besoin. Même si les ressources de la FME conviennent sans doute à la surveillance des banques plus petites et plus simples qui résulteront du processus de restructuration, il importera de ne pas permettre aux banques de devenir de nouveau trop grandes et trop complexes pour que la FME assume efficacement ses missions de contrôle.

Lorsque l'État cédera ses participations dans les banques, il faudra éviter de répéter les erreurs qui ont été commises lors de la privatisation des banques au début de cette décennie : il ne faudra pas de nouveau vendre des participations de contrôle dans les banques à des groupes d'investisseurs locaux ; les actions devront être vendues à des actionnaires diversifiés ou à des banques étrangères de bonne réputation. De plus, il faudra s'assurer que les groupes d'investisseurs locaux n'acquièrent pas par la suite le contrôle des banques. Comme le recommande le rapport Jännäri, cela suppose des règles plus contraignantes et des pratiques plus strictes en ce qui concerne la qualité des propriétaires des banques (le dispositif d'agrément des « participations ouvrant droit à l'exercice d'une influence significative » dans les banques est décrit par Jännäri, 2009, pp. 33-34). Plus précisément, le rapport recommande que la situation et la santé financières du candidat soient examinées attentivement et que le financement du projet de prise de participation soit intégralement communiqué à la FME. Le rapport précise que la FME ne doit pas hésiter à invoquer son droit de refuser une telle prise de participation lorsqu'elle est convaincue que cette participation porterait préjudice à une surveillance efficace de la banque en question. En outre, il recommande que la FME fasse preuve de plus de détermination dans l'exercice de ses pouvoirs, quitte à modifier la loi pour faciliter ce processus.

L'Islande a beaucoup à gagner à l'entrée de banques étrangères sur son marché intérieur, notamment l'accès à des compétences très demandées et à de puissants réseaux bancaires internationaux. En outre, ces banques seraient peu susceptibles d'abandonner leurs filiales islandaises relativement petites si elles venaient à connaître des difficultés, car ce serait très coûteux pour leur réputation bancaire internationale, puisque cela reviendrait à laisser le soin au contribuable étranger de renflouer ces banques. D'autres petits pays, comme la Nouvelle-Zélande, ont estimé qu'être doté d'un système bancaire se composant presque entièrement de filiales bien gérées et contrôlées à 100 % de banques étrangères était particulièrement avantageux en période de tourmente financière mondiale – ces banques continuent en effet d'être bien considérées sur les marchés de capitaux, ce qui facilite un accès permanent aux marchés financiers à des conditions favorables.

#### Encadré 1.4. **Recommandations en vue d'améliorer le système financier**

##### **Réformes visant à limiter les coûts budgétaires d'éventuelles crises bancaires futures**

*Revoir et améliorer le dispositif de garantie des dépôts, en suivant attentivement les évolutions au sein de l'UE, afin de protéger les contribuables contre des coûts élevés.*

*Renforcer le contrôle de la qualité des nantissements remis au guichet de l'escompte de la Banque centrale d'Islande (BCI) de façon que la BCI, et donc le contribuable, ne se retrouve jamais à la tête de nantissements de faible valeur en cas de faillite des banques. À tout le moins, le mécanisme par lequel les banques ont « fabriqué » du capital ne doit pas être autorisé à fonctionner de nouveau. L'autorisation du gouvernement doit être demandée pour un accroissement substantiel du recours au guichet de l'escompte susceptible de menacer la solvabilité de la BCI.*

##### **Réformes visant à rétablir le bon fonctionnement du système bancaire**

*Transférer les actifs irrécouvrables dans une société de gestion d'actifs afin de réduire l'incertitude entourant la solidité des bilans de banques et plus précisément l'incertitude quant à l'ampleur des révisions en baisse que pourrait subir la valeur des actifs.*

*Rationaliser les banques pour les rendre plus rentables. Cela passera vraisemblablement par des cures d'amaigrissement et des fusions (dès lors que ces fusions ne nuisent pas à la concurrence dans les services bancaires).*

*Le gouvernement ne doit pas imposer aux banques de remédier à la non-congruence de leurs actifs à court terme en devises avec leurs passifs en devises et aux problèmes de perte nette de portage en obligeant leurs clients à convertir leurs emprunts en devise en emprunts en couronne si cela devait créer une exposition au risque de change pour les clients. Étant donné que la valeur réelle de la couronne semble bien inférieure à son niveau d'équilibre, une telle exposition au risque de change pourrait fort bien finir par infliger de lourdes pertes aux exportateurs.*

##### **Réformes visant à renforcer la réglementation et la surveillance prudentielles**

*Pour endiguer l'accumulation de risques systémiques à l'avenir, il faudrait que la surveillance macroprudentielle ait accès en temps voulu aux informations nécessaires et soit dotée de la base légale lui permettant d'encadrer le comportement des banques. Pour mettre en œuvre efficacement cette réforme, il pourra être nécessaire de fusionner la BCI, autorité de surveillance macroprudentielle, et l'Autorité des services financiers (FME), autorité de surveillance financière, ou à tout le moins de les réunir sous la même tutelle administrative, comme cela est prévu.*

*Les autorités de contrôle bancaire ne doivent plus autoriser le système bancaire à devenir trop gros et trop complexe au point de ne plus pouvoir accomplir efficacement leur mission de surveillance.*

*Les autorités de contrôle bancaire doivent énoncer des règles plus strictes et imposer ensuite des pratiques plus rigoureuses en ce qui concerne les positions de risque de gros volume, les prêts à des parties liées et la qualité des propriétaires, en usant si nécessaire de leur faculté d'appréciation discrétionnaire, conformément aux recommandations du rapport Jännäri.*

## Notes

1. Aucun chiffre n'est disponible concernant la répartition des engagements consolidés des trois principales banques entre les résidents et les non-résidents.
2. Les effets des évolutions structurelles sur le marché intérieur des prêts hypothécaires (accès plus large au crédit et baisse des taux) sur les prix immobiliers islandais ont été analysés dans Eliasson et Pétursson (2008). Dans cet article rédigé en 2005-06, ces auteurs ont prédit la bulle immobilière et son éclatement ultérieur.



3. Le revenu disponible est calculé avant déduction des paiements d'intérêts dans la mesure où l'objectif est d'évaluer le taux d'effort plutôt que de savoir quel montant de revenu disponible subsiste après paiement des charges d'intérêts, dont la majeure partie est liée aux prêts au logement.
4. Il est difficile de faire des comparaisons directes entre le graphique 1.8 et le graphique III.5 du document OCDE (2005) car les formules utilisées pour calculer le coût d'usage du capital sont quelque peu différentes. L'indicateur islandais tient compte des plus-values réelles mais pas des impôts, contrairement à l'indicateur de l'OCDE, et évalue l'amortissement différemment (amortissement géométrique progressif en Islande, taux constant dans les calculs de l'OCDE).
5. Les engagements financiers totaux (actions comprises) des entreprises non financières en Islande vis-à-vis du système de crédit intérieur, qui sont les chiffres comparables à ceux du Royaume-Uni, ont augmenté de 138 % du PIB en 2003 à 297 % du PIB en 2007.
6. La capitalisation boursière des entreprises non financières en Islande a été estimée en déduisant de la capitalisation boursière totale (telle que déclarée par la Banque centrale d'Islande) la capitalisation boursière des trois principales banques (Kaupthing, Landsbanki et Glitnir) telle qu'elle est indiquée dans leur rapport annuel.
7. À titre de comparaison, le ratio de levier financier médian des entreprises industrielles du S&P 500 à la fin 2008 était de 2.5.
8. Les actifs des fonds de pension représentent un tiers environ des actifs totaux des ménages. La part investie en actions des fonds de pension dans les actifs totaux représentait elle-même un tiers environ sur cette période, ce qui signifie que les participations indirectes des ménages en actions via les fonds de pension représentaient un neuvième environ de leurs actifs totaux ; 40 % environ des actions des fonds de pension étaient des actions nationales. Les autres participations en actions des ménages représentaient 10 % environ de leurs actifs totaux.
9. Cette analyse repose sur des données relatives aux banques de dépôt nationales et autres établissements de crédit, dont le plus important est le Fonds de financement du logement. Ces deux groupes d'établissements couvraient 86 % des emprunts des ménages auprès du système de crédit à la fin 2007.
10. Ce paragraphe et les cinq suivants s'appuient largement sur Jännäri (2009).
11. Les autorités du Royaume-Uni ont utilisé à cet effet les pouvoirs découlant de la loi de 2001 anti-terrorisme, criminalité et sécurité. L'ordre de gel des actifs a été pris dans le cadre de dispositions distinctes de celles relatives à la lutte contre le terrorisme. Ces autres dispositions confèrent le pouvoir de geler des actifs lorsque les autorités du Royaume-Uni considèrent que des actions sont menées ou seront probablement menées au détriment de l'économie du Royaume-Uni.
12. Cette section s'inspire largement du rapport Jännäri (2009).

## Bibliographie

- Central Bank of Iceland (2009), *Monetary Bulletin*, 2009/2.
- Danielsson, Jon, et Gylfi Zoega (2009), *The Collapse of a Country*, <http://riskresearch.org/>.
- De Larosière (président) (2009), *The high-level group on financial supervision in the EU – Report*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).
- Eliasson, L. et T. Pétursson (2009), « The residential housing market in Iceland: analysing the effects of mortgage market restructuring », *Housing Studies*, 24, 25-45.
- FMI (2008a), *Islande : 2008, Consultation au titre de l'article 4*.
- FMI (2008b), *Islande : Évaluation de la stabilité financière – Mise à jour*.
- Jännäri, Kaarlo (2009), *Report on banking regulation and supervision in Iceland: past, present and future*, [http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari\\_2009.pdf](http://eng.forsaetisraduneyti.is/media/frettir/KaarloJannari_2009.pdf).
- Mishkin, Frederic (2008), « Globalization, macroeconomic performance, and monetary policy », *NBER Working Paper* 13948.
- OCDE (2005), *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 78, décembre, Paris.
- Pétursson, Thórarinn (2008), « How hard can it be? Inflation control around the world », *Central Bank of Iceland Working Paper* n° 40.
- Reinhart, Carmen et Kenneth Rogoff (2008), « Is the 2007 US sub-prime crisis so different ? An international historical comparison », *NBER Working Paper*, n° 13761.

## ANNEXE 1.A1

## Progrès de la réforme structurelle

| Recommandations précédentes  | Mesures prises et évaluation actuelle  |
|--|--|
| <b>A. Marchés de capitaux</b>  |  |
| Faire payer à la Caisse de crédit au logement un droit correspondant au coût des garanties de l'État, étudier la possibilité de spécialiser la Caisse dans la distribution de crédits hypothécaires.   | Des réformes ont été envisagées, en vue notamment de limiter les activités de la Caisse de crédit au logement à la distribution de ressources aux établissements de crédit, mais aucune n'a encore été mise en œuvre.  |
| <b>B. Éducation et formation</b>   |  |
| Centrer l'effort sur l'amélioration de la qualification et non sur l'augmentation du nombre des enseignants et accroître les effectifs par classe afin de réduire la pression sur les coûts. Mettre davantage l'accent sur l'enseignement des sciences et des langues. Encourager la sortie de l'enseignement général pour certains élèves en vue de leur réorientation vers l'enseignement professionnel. | Adoption d'une loi qui durcit les critères de qualification des enseignants, oblige l'État à assurer la scolarité obligatoire pour tous jusqu'à 18 ans et favorise la formation professionnelle.   |
| Augmenter les droits dans l'enseignement supérieur public afin de réduire la durée des études et les pressions budgétaires.  | Pas de mesure.   |
| <b>C. Soins de santé</b>   |  |
| Faciliter la prestation par le secteur privé, qui ne représente actuellement qu'un quart des services financés sur fonds publics, et ouvrir le secteur à la concurrence pour stimuler l'efficacité.  | Des mesures ont été prises pour intensifier, le cas échéant, la concurrence dans la prestation de services, notamment par le lancement récent d'un appel d'offres pour un service de santé institutionnel à court terme en faveur des personnes âgées, qui met l'accent sur la réadaptation. Étant donné la taille réduite du système de santé et le besoin de développer la spécialisation, les possibilités de recourir à la privatisation et de renforcer la concurrence dans les services hospitaliers pour accroître l'efficacité sont limitées.  |
| Envisager un plus large recours à la participation des patients aux frais (ou du moins sa mise en place dans les hôpitaux), de manière à éviter que, avec un partage des coûts inexistant ou très faible, la prestation accrue de services privés n'entraîne une surconsommation.  | La participation des patients aux frais dans les hôpitaux a été instaurée en 2008, puis supprimée en 2009, car le gouvernement n'est pas d'avis que l'absence de ticket modérateur conduise à une surconsommation.   |
| Réduire encore le recours aux soins hospitaliers onéreux, qui est élevé au regard des autres pays, en supprimant les lits d'hôpital excédentaires et en encourageant les soins à domicile de préférence aux soins en établissement médicalisé.   | En 2008, un nouveau régime d'admission dans les centres médicalisés de long séjour a été mis en place pour réduire la demande en établissements de ce type, élargir l'éventail d'options des personnes âgées et les aider à vivre à domicile. En conséquence, les personnes âgées devraient passer moins de temps dans des établissements médicalisés.   |
| Renforcer le rôle de l'État en tant qu'« acheteur » de services de santé, en mettant en place des plafonds de dépenses publiques, en accélérant l'analyse coût-efficacité des principaux services et en développant les mécanismes de financement à l'activité qui récompensent la productivité.   | Une nouvelle loi sur l'assurance-maladie est entrée en vigueur en 2008, avec pour objectifs déclarés de renforcer le rôle de l'État en tant qu'acheteur de soins et d'améliorer les méthodes de négociation et de paiement pour les services. Une nouvelle institution, Sjúkratryggingar Íslands (Caisse islandaise d'assurance-maladie) a été créée à cet effet. Un projet en cours vise à améliorer l'efficacité des prestataires publics de soins, notamment en étendant aux petits hôpitaux l'analyse fondée sur les GHM (Landspítali, le plus grand hôpital d'Islande, organise depuis plusieurs années ses activités sur la base des GHM). |

| Recommandations précédentes  | Mesures prises et évaluation actuelle  |
|--|--|
| <b>A. Marchés de capitaux</b>  |  |
| Réduire le coût élevé des produits pharmaceutiques en favorisant la concurrence et la consommation de médicaments génériques. En particulier, le partage des coûts devrait être modifié de manière à créer des incitations à l'offre et à l'achat de médicaments moins onéreux.  | En 2008, une législation a été adoptée pour ouvrir le marché pharmaceutique et faciliter l'accès aux pharmacies assurant une vente par correspondance. Cette année, dans deux catégories thérapeutiques, les règles de remboursement ont été modifiées de telle sorte qu'un remboursement général n'est accordé que pour les médicaments les plus efficaces. De nouvelles améliorations du rapport coût-efficacité pourraient être obtenues en étendant ces dispositions à d'autres catégories thérapeutiques.   |
| <b>D. Gestion du secteur public</b>  |  |
| Renforcer le processus de « cadrage budgétaire » et assurer une exécution budgétaire plus stricte, en limitant le recours aux budgets supplémentaires. Envisager d'introduire des plans de budgétisation pluriannuels, avec plafonnement obligatoire des dépenses en termes nominaux.  | Le gouvernement a l'intention d'adopter des cadres budgétaires pluriannuels.   |
| La mise en œuvre prévue des règles budgétaires pour les communes aiderait à assurer la réalisation des objectifs de dépenses nationaux. Des plafonds nominaux pourraient être fixés pour une période pluriannuelle spécifique, et non pour un cycle d'activité non défini. Réduire le caractère cyclique des recettes locales afin de lisser le profil d'évolution des dépenses locales sur le cycle d'activité. | Les négociations ont commencé, mais aucun accord n'a été conclu.   |
| Accélérer la mise en place d'un système de budgétisation fondé sur les résultats, de l'évaluation des performances et des réformes de la gestion du secteur public.  | Les progrès à cet égard sont restés lents.   |
| <b>E. Fiscalité</b>  |  |
| Les réductions d'impôts devaient être compensées par des compressions appropriées des dépenses publiques. Majorer les redevances d'utilisation, en particulier dans les secteurs de l'éducation et de la santé.  | Avant la crise, d'importantes réductions d'impôts ont été pratiquées sans que soient mises en place des réductions compensatoires des dépenses. En 2008, l'imposition des gains en capital a été supprimée pour les actions et le taux de l'impôt sur les sociétés a été ramené de 18 % à 15 % afin de renforcer l'attractivité internationale de l'Islande en tant que site d'accueil d'entreprises. Devant la dégradation des perspectives des finances publiques, des mesures de stabilisation budgétaires sont prises ou programmées à l'heure actuelle, dont un certain nombre de mesures fiscales. Néanmoins, des règles temporaires autorisent le report (et parfois même le remboursement) de paiements de TVA et de droits de douane en 2009. |
| <b>F. Concurrence sur les marchés de produits</b>  |  |
| Envisager de retirer ses activités de production à la Compagnie nationale d'électricité afin d'uniformiser les conditions de concurrence dans ce segment, en évitant les écarts de coût du capital entre l'opérateur historique et les nouveaux entrants.  | Pas de mesure.   |
| Réduire le soutien à l'agriculture, surtout lorsqu'il incite à accroître la production. Supprimer les prix réglementés pour les produits laitiers.   | Un nouvel accord entre le gouvernement et les éleveurs d'ovins est entré en vigueur en 2008. Il prévoit que le montant du soutien diminuera de 1 % par an en termes réels jusqu'en 2013. Depuis juin 2009, les éleveurs d'ovins ne sont plus contraints d'exporter lorsque la production totale excède la demande intérieure.  |
| Réduire les restrictions restantes de l'accès à la propriété, notamment dans les secteurs de l'énergie et de la pêche.   | Une commission a été mise en place pour étudier cette question, mais elle a suspendu ses travaux par suite de l'opposition à un assouplissement des restrictions de l'accès à la propriété dans le secteur de la pêche.  |
| <b>G. Environnement</b>  |  |
| Recourir systématiquement à l'analyse coûts-avantages afin d'accroître l'efficacité et la cohérence de l'action publique, surtout pour déterminer les avantages procurés par les grands projets d'investissement à forte intensité d'énergie.  | Le nouveau gouvernement a annoncé qu'il prévoit de mettre en place un cadre global pour l'évaluation des nouveaux projets d'investissement. Toutefois, de nouveaux projets ont été récemment lancés sans que des analyses coûts-avantages complètes aient été menées.  |



## Chapitre 2

# Une période délicate pour la politique monétaire et budgétaire

*La politique monétaire et budgétaire est confrontée à de graves problèmes : le système bancaire s'est effondré ; l'économie traverse une profonde récession ; le taux de change s'est beaucoup déprécié ; les mouvements de capitaux se sont interrompus ; l'inflation est forte ; la dette publique a augmenté ; des sources de recettes ont disparu ; les besoins sociaux se sont accrus ; les ressources du fonds d'assurance chômage sont presque épuisées. Dans ce sombre contexte, le chapitre expose ce que les autorités devraient faire pour rétablir l'équilibre de l'économie islandaise et poser les bases d'une reprise durable. Il leur est surtout recommandé de chercher à adhérer à la zone de l'euro et d'appliquer les mesures d'assainissement budgétaire nécessaires pour se conformer au programme du FMI.*

À la suite de l'effondrement du système bancaire, la politique monétaire et budgétaire a été confrontée à des difficultés majeures. Sur le plan monétaire, le programme du FMI, les contrôles sur les mouvements de capitaux et le relèvement drastique des taux d'intérêt ont permis de stabiliser la situation, bien qu'à un coût économique élevé. Sur le plan budgétaire, l'important déficit doit être vite réduit de façon durable et il faut alléger sensiblement la dette publique. Ce chapitre traite d'abord de la politique monétaire, en examinant les causes des résultats insatisfaisants du passé en matière d'inflation et en conseillant une nouvelle orientation quand on aura libéré les mouvements de capitaux. La principale recommandation est que, si elle devait adhérer à l'UE, l'Islande ferait bien de demander l'entrée dans la zone euro dès que possible, afin d'en tirer les avantages économiques. À court terme, il faut renforcer le plus possible la crédibilité de la politique économique pour permettre de rétablir le ciblage de l'inflation, conformément à l'objectif ultime d'adoption de l'euro. Le chapitre examine ensuite l'orientation de la politique budgétaire ; face à la perspective d'un endettement public élevé, de déficits à deux chiffres et d'un alourdissement du service de la dette, une longue période d'assainissement s'impose. Comme les autorités l'envisagent, cette situation appelle un rigoureux plan de redressement pluriannuel, qui est aussi nécessaire à la préparation d'une adhésion finale à la zone euro. Le défi à relever consistera à augmenter les impôts sans trop nuire à la croissance et à diminuer les dépenses au moment où les besoins sociaux sont le plus criants.

## Les limites de la politique monétaire dans une toute petite économie ouverte

### **La politique monétaire islandaise n'est pas parvenue à stabiliser les prix et le taux de change**

Depuis très longtemps, l'Islande est aux prises avec une inflation élevée et volatile. À partir du début des années 90 et jusqu'en 2001, la politique monétaire a tenté de maîtriser les prix en faisant du taux de change un ancrage nominal. Mais l'augmentation des flux de capitaux internationaux, qui a caractérisé l'évolution des marchés financiers pendant les années 90, a souvent mis en grande difficulté le système de flottement administré, l'objectif de change étant maintenu au détriment de la stabilité interne. De fait, la croissance et l'inflation ont beaucoup fluctué. Dans les précédentes *Études économiques de l'OCDE sur l'Islande*, on considérait la flexibilité du taux de change comme un important mécanisme d'ajustement pour une économie particulièrement vulnérable aux chocs sur l'offre et on jugeait utile une plus grande souplesse des taux d'intérêt. En outre, la défense d'un taux de change fixe s'avérait parfois coûteuse et devenait de plus en plus problématique. Ce sont les principales raisons qui ont amené l'Islande à adopter, en 2001, un système de ciblage de l'inflation.

En mars 2001, l'Islande a laissé sa monnaie flotter librement et est passée à un système de ciblage de l'inflation (Banque centrale d'Islande, 2001). Ce choix s'inspirait de l'expérience réussie d'autres pays, dont certains faisaient aussi l'objet de chocs externes et

de pressions sur le change. L'idée était que l'on obtiendrait la crédibilité nécessaire pour donner plus de stabilité à l'économie en annonçant explicitement un objectif d'inflation et en adoptant les meilleures pratiques, telles que la publication d'une prévision trimestrielle d'évolution des prix. Le dispositif de ciblage de l'inflation a été progressivement renforcé. La stratégie de communication choisie par la Banque centrale d'Islande (BCI) au début de 2007 était presque « de pointe ». Suivant l'exemple des banques centrales de Nouvelle-Zélande, de Norvège et de Suède, la BCI a commencé à publier une projection conditionnelle du cheminement des taux d'intérêt. Le fait de révéler les prévisions de politique monétaire a amélioré la transparence. On a aussi pensé que cela permettrait aux autorités d'influer plus facilement sur les taux d'intérêt à long terme, qui sont surtout déterminés par les anticipations sur l'évolution future des taux directeurs. De même, la BCI s'est mise à présenter différents scénarios macroéconomiques, dans le but de clarifier la fonction de réaction de la politique monétaire et de la rendre ainsi plus prévisible et plus efficace.

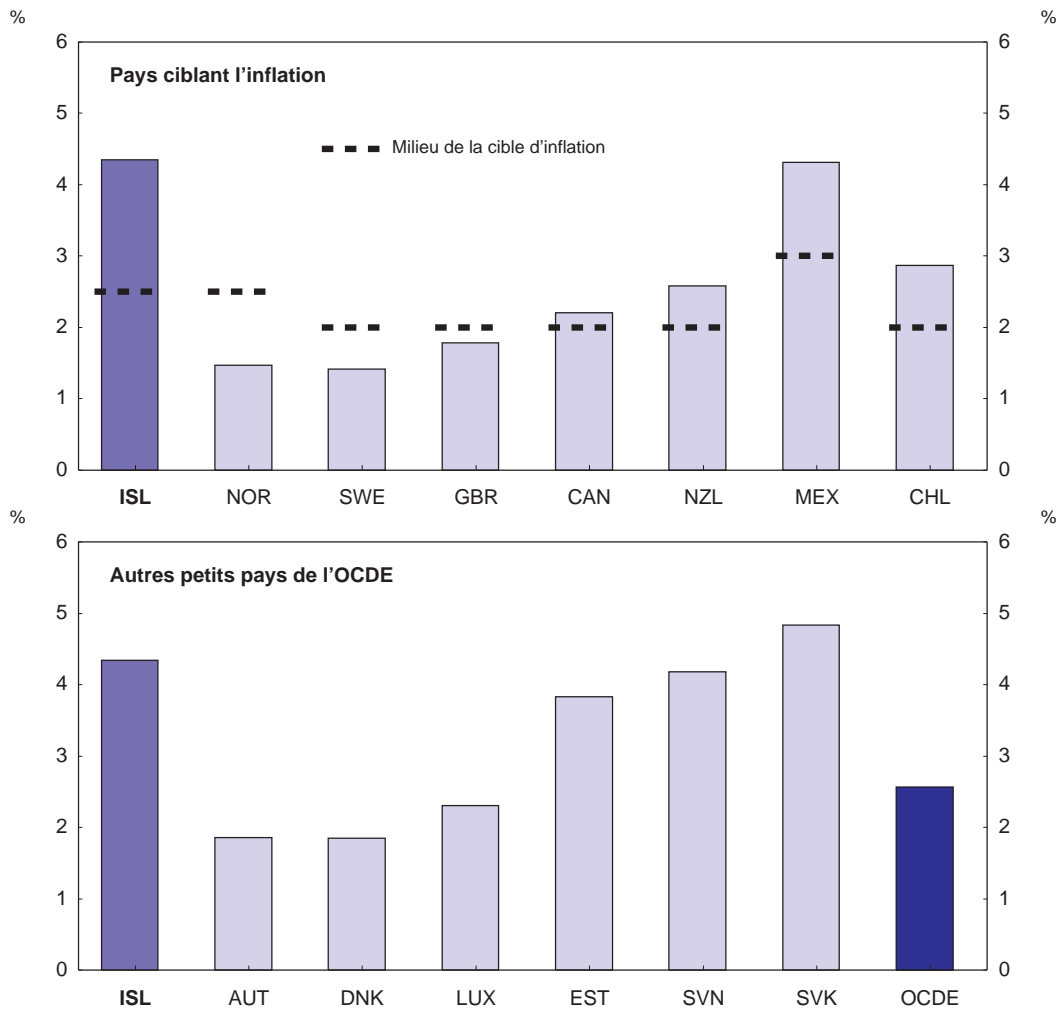
### **La conduite de la politique monétaire n'a pas été infaillible**

L'un des avantages que peut offrir le ciblage de l'inflation sur une gestion monétaire discrétionnaire est qu'il est censé renforcer le canal des anticipations du mécanisme de transmission. L'efficacité de ce mécanisme est conditionnée par une forte crédibilité des autorités ; celle-ci suppose à son tour que la banque centrale ne donne pas l'impression d'être influencée par des facteurs politiques. Or, les études effectuées avant le changement de système plaçaient l'Islande à peu près en queue du classement des pays industrialisés en ce qui concerne l'indépendance de la banque centrale (Fry et autres, 2000 ; Pétursson, 2000). Elle obtenait une note particulièrement faible pour l'importance donnée à la stabilité des prix dans les statuts de l'institution. Il fallait donc absolument créer une banque centrale plus indépendante pour que le ciblage de l'inflation fonctionne. Mais la nomination d'un ancien Premier ministre à la tête d'une BCI réformée, en 2005, et les fréquentes remarques de membres du gouvernement sur les décisions en matière de taux d'intérêt ont donné l'impression contraire.


Le bon fonctionnement du canal des anticipations dépend d'une autre condition : les autorités monétaires doivent agir avec détermination pour atteindre l'objectif d'inflation et cette détermination doit être perçue. Or, l'inflation a dépassé l'objectif officiel à partir de 2004 et a été, de 2001 à 2007, près de deux fois supérieure à la cible de la BCI. Avant même la poussée des prix due à la dévaluation brutale de la couronne à la fin de 2008, les résultats de l'Islande en matière d'inflation étaient moins bons que ceux d'autres pays pratiquant le ciblage et de la plupart des membres de l'OCDE (graphique 2.1), à l'exception notable des pays d'Europe de l'est, dont plusieurs ont adhéré depuis à la zone de l'euro ou cherché à le faire.

Les résultats de l'Islande sur le plan de la volatilité de l'inflation sont encore pires (graphique 2.2). Cette volatilité s'explique par une grande instabilité du taux de change nominal et réel. Elle contraste avec les expériences d'autres économies ouvertes (Bravo-Ortega et di Giovanni, 2006) ou petites (Devereux et Lane, 2003 ; Pétursson, 2008) ; on peut en conclure que les autorités ont toléré trop facilement d'importantes fluctuations du taux de change. La conjonction d'une inflation élevée et volatile a nui à la stabilité de l'activité réelle (graphique 2.3). Elle a peut-être aussi diminué le potentiel productif de l'économie, parce qu'il est devenu plus difficile aux ménages et aux entreprises de faire la distinction

Graphique 2.1. Taux d'inflation en moyenne annuelle, 2001-2007



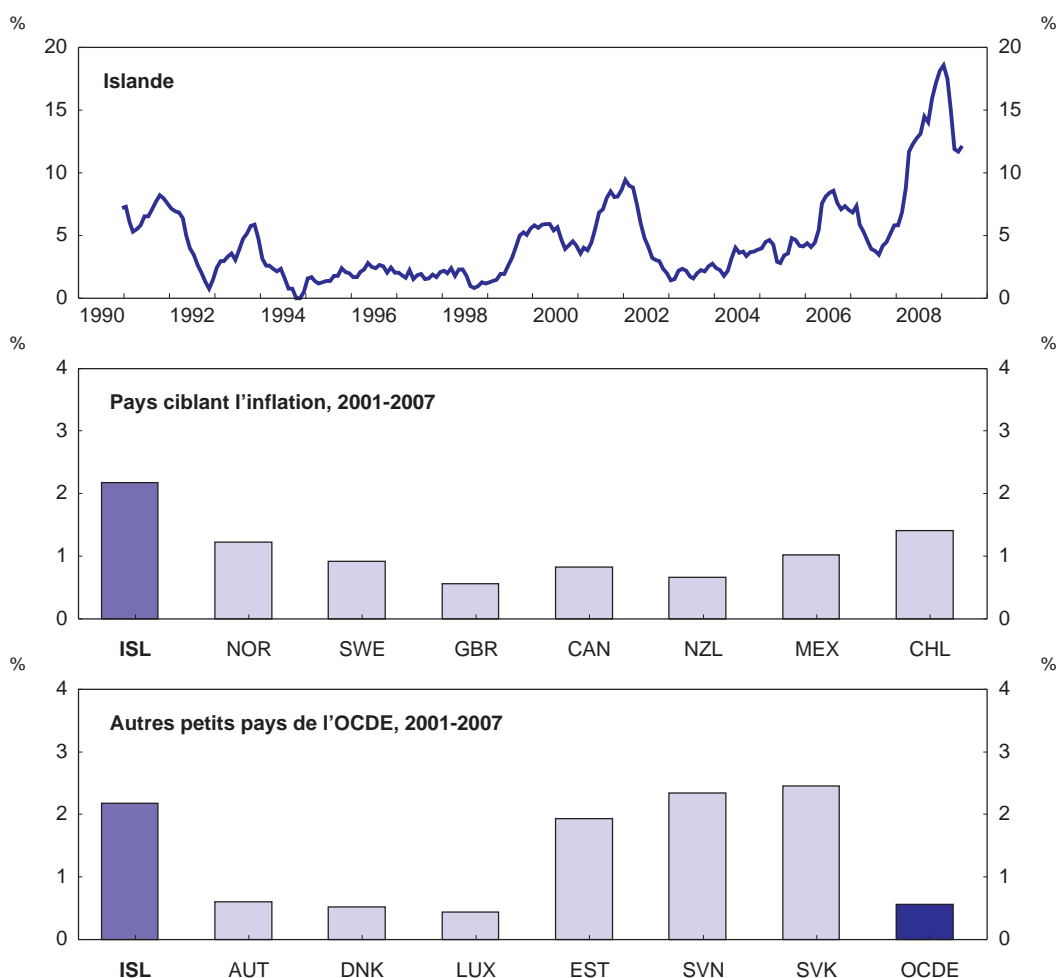
Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705272040623>

entre les changements des prix relatifs et ceux du niveau général des prix ; l'efficacité de la répartition des ressources limitées de l'Islande a ainsi été réduite.

Certes, les médiocres résultats en matière d'inflation découlaient pour une part d'inévitables erreurs de prévision, mais l'OCDE comme le FMI ont noté que la politique monétaire avait tendance à réagir trop timidement à l'aggravation des perspectives d'inflation (OCDE, 2006 ; FMI, 2007 ; OCDE, 2008). La décision prise en décembre 2005 de modifier les taux d'intérêt illustre cet argument. À l'époque, la BCI prévoyait, à l'horizon de deux ans, un taux d'inflation tout juste inférieur à 4 %, seuil à partir duquel elle est tenue d'établir un rapport expliquant en détail les raisons de la déviation par rapport à la cible. Malgré la montée des tensions inflationnistes et l'état de surchauffe de l'économie, le taux directeur n'a été relevé que de 0.25 point. Comme le concluait l'*Étude économique de 2006*, « les annonces de la Banque centrale ne semblent pas crédibles. On a l'impression que l'opinion ne la croit pas quand elle déclare qu'elle fera tout ce qui est nécessaire pour atteindre l'objectif ».



Graphique 2.2. Volatilité de l'inflation<sup>1</sup>

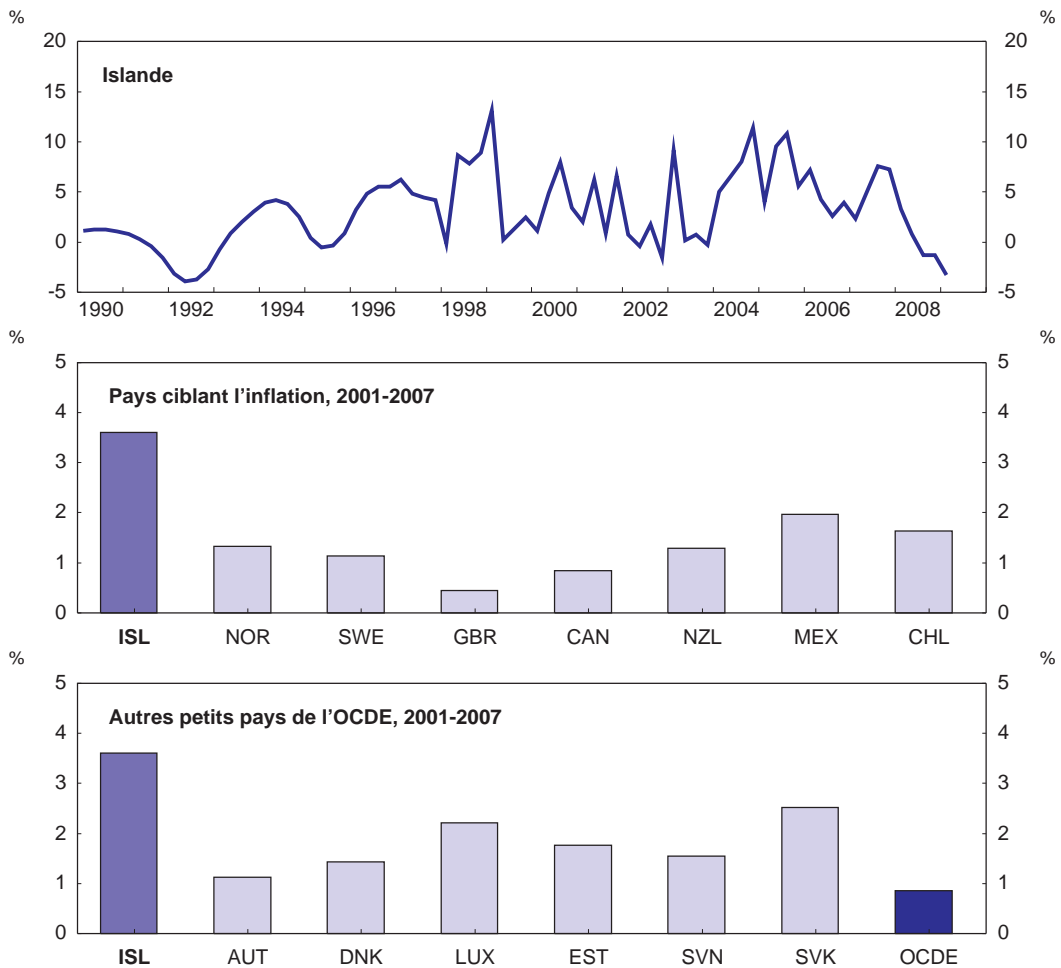
1. Mesurée comme l'écart-type de la variation annuelle en pourcentage de l'indice mensuel des prix à la consommation.

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705284688602>

Néanmoins, comme on l'a vu au chapitre 1, les résultats de l'Islande sur le plan de l'inflation s'améliorent sensiblement si on se réfère à une mesure internationalement comparable, par exemple l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). La principale différence entre l'IPCH et l'indice officiel islandais est que ce dernier intègre le coût des logements occupés par leurs propriétaires. L'Office statistique d'Islande calcule cette composante comme une rente, dont le capital est la valeur marchande du bien immobilier et le taux d'actualisation une moyenne mobile, relativement courte, des récents taux de crédit immobilier. L'indice des prix du logement est donc lié aux prix effectifs de l'immobilier et au taux en vigueur des crédits hypothécaires. Dans ces conditions, une surchauffe dans ce secteur, comme celle qu'a connue l'Islande jusqu'au milieu de 2007, fait fortement augmenter le taux d'inflation officiel. D'ailleurs, la composante logement a représenté plus de la moitié de l'inflation constatée pendant les années du boum (graphique 2.4). En revanche, si on le mesure par l'IPCH, le taux moyen annuel d'inflation de 2001 à 2007 ressort à 2.9 %, chiffre proche du taux moyen de la zone

Graphique 2.3. Volatilité de la croissance du PIB réel<sup>1</sup>



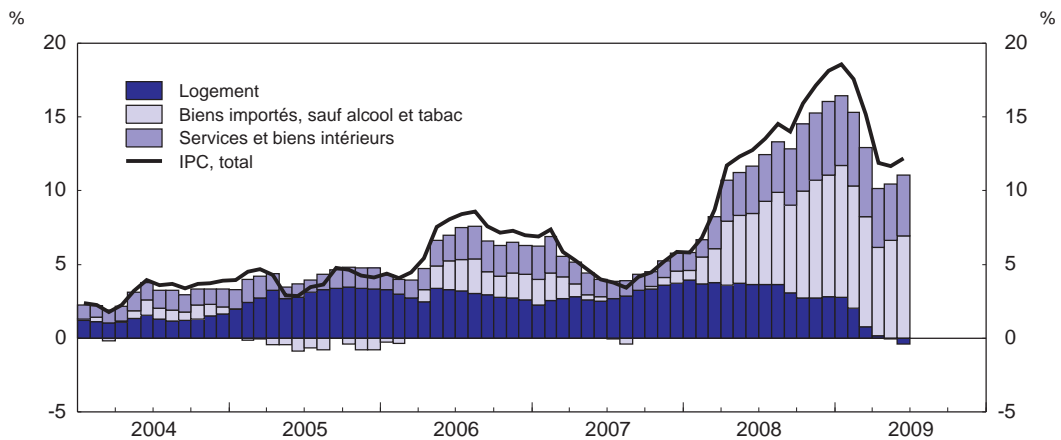
1. Mesurée comme l'écart-type de la variation annuelle en pourcentage du PIB réel.

Source : OCDE, Base de données analytique.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/705315723232>

Graphique 2.4. Principales composantes de l'indice IPC officiel

En taux annuel



Source : Office statistique d'Islande et Banque centrale de l'Islande.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/705346483447>

euro pendant la même période (2.2 %). Il n'en reste pas moins que la mesure officielle de l'inflation a dépassé à plusieurs reprises l'objectif officiel, au détriment de la crédibilité.

En bref, le nouveau système n'est pas parvenu à donner à l'Islande une réputation solide de pays ne tolérant pas l'inflation et n'a donc pas réussi à stabiliser l'économie, ce qui est la principale mission de la politique monétaire. L'insuffisance de crédibilité est bien illustrée par les anticipations d'inflation, qui sont restées mal orientées au vu de tous les indicateurs disponibles, comme le montre le chapitre 1 (graphique 1.21). Selon Mishkin (2008), la crédibilité de la Banque centrale dans la lutte contre l'inflation a beaucoup d'influence sur le degré de répercussion du taux de change sur les prix à la consommation ; on ne s'étonnera pas qu'il soit demeuré particulièrement élevé en Islande (Pétursson, 2008).

### **La conduite de la politique monétaire est difficile dans une toute petite économie ouverte**

La conduite de la politique monétaire et le manque de crédibilité ont indéniablement contribué au problème de l'inflation en Islande ; mais une politique monétaire indépendante ne constitue peut-être pas un outil de stabilisation efficace dans une toute petite économie ouverte telle que l'Islande. En premier lieu, comme on l'a signalé, le degré de répercussion du taux de change sur les prix à la consommation est très élevé, ce qui est en fait un canal de transmission très important de la politique monétaire à l'activité réelle. Cela signifie que la politique monétaire n'est pas impuissante, mais aussi qu'un resserrement pénalise le secteur exportateur, alors qu'il bénéficie aux producteurs internes et aux consommateurs grâce à la baisse des prix à l'importation. L'impression que les exportateurs sont pénalisés et que, de manière plus générale, la politique monétaire impose des sacrifices inégaux suscite inévitablement de vives critiques à l'égard de ses responsables. Selon plusieurs auteurs, ces préoccupations économique-politiques limitent la marge de manœuvre de la politique monétaire et justifient un rôle accru de la gestion budgétaire dans la stabilisation à court terme (Schmidt-Hebbel, 2006). Pourtant, en Islande, cela n'a jamais été le cas. Compte tenu de substantiels excédents budgétaires et de la quasi-élimination de la dette publique nette, la politique budgétaire, si l'on se place dans une optique rétrospective, n'a pas toujours correctement contré la surchauffe au cours de la période du boum économique. À l'avenir, elle devra servir, pendant un certain nombre d'années, à rétablir la viabilité des finances publiques après l'effondrement du système bancaire.

En second lieu, la politique monétaire, définie comme la fixation d'un taux d'intérêt officiel à court terme, n'est nullement en mesure de stabiliser une toute petite économie ouverte confrontée à une libéralisation financière maladroite et à une évolution fondamentale des marchés de capitaux internationaux (Eliasson et Pétursson, 2009) ; le déroulement des événements en Islande dans le courant de 2008 en est la meilleure preuve. Comme on l'a indiqué au chapitre 1, la concurrence entre la Caisse de financement du logement, organisme contrôlé par l'État, et les banques nouvellement privatisées a entraîné un dérèglement des comportements sur le marché du crédit immobilier : les taux d'intérêt réels ont fléchi, les critères d'octroi de prêts se sont dégradés et les emprunts en devises étrangères sont devenus très fréquents. Il en est résulté la formation d'une bulle des prix des logements, qui a commencé à se dégonfler en 2007 avant d'éclater quand le système financier islandais s'est écroulé. La gestion défectueuse des structures financières nationales a aussi concouru à une déconnexion entre taux d'intérêt à court et à long terme.

Il y a eu rupture du canal des taux du crédit immobilier, lequel peut être un mécanisme important de transmission de la politique monétaire. À l'évidence, les taux d'intérêt islandais ont aussi subi l'influence de l'évolution des marchés financiers internationaux. L'« excédent d'épargne » et la quête de rendements élevés ont alimenté de massives opérations de « carry-trade » (emprunts à bas taux d'intérêt de fonds reprêtés à des taux supérieurs), qui, faute de contrôle des autorités nationales, ont stimulé une économie déjà en état de surchauffe. On peut dire que les investisseurs se livrant à ces opérations ont exploité les efforts de la BCI pour réaliser son objectif d'inflation : au fur et à mesure que l'inflation augmentait, ils importaient de plus en plus de capitaux, persuadés que les taux d'intérêt à court terme allaient progresser, ou au moins rester élevés, pendant un bon moment (Clarida et Waldman, 2008, présentent une interprétation critique de la manière dont le ciblage de l'inflation peut transformer de mauvaises nouvelles sur ce plan en bonnes nouvelles pour la devise concernée). Finalement, quand les marchés de capitaux mondiaux se sont bloqués, à la suite de la faillite de Lehman Brothers, et quand le système bancaire islandais s'est effondré, la BCI n'a pas pu faire grand-chose pour empêcher la chute de la couronne, l'envolée des prix et l'affaissement économique.

Il faut tirer les leçons de l'expérience islandaise des dix dernières années. Tout d'abord, l'application réussie d'une politique monétaire indépendante pose forcément de sérieux problèmes au secteur exportateur. Ensuite, la politique budgétaire aussi doit jouer un grand rôle de stabilisation à court terme, bien qu'à court terme il faille une orientation budgétaire fortement procyclique pour s'attaquer efficacement à la crise financière et à l'effondrement de l'économie. Enfin, et surtout, il est nécessaire d'améliorer grandement la surveillance macro et microprudentielle du secteur financier en prenant des mesures décisives du type de celles qui sont recommandées à la fin du chapitre 1. Sans cela, la politique monétaire restera dans l'incapacité d'accomplir sa mission. Une petite économie ouverte dotée d'un système financier fragile est vouée à connaître de nouvelles phases d'essor débridé et de récession, quelle que soit l'orientation de la politique monétaire. La crise montre qu'il faut absolument que le système financier mondial soit mieux réglementé et plus solide, mais cette question n'est pas du ressort des autorités islandaises.

## L'avenir de la politique monétaire

Cette section examine ce que devrait être le dispositif monétaire islandais. Dans l'immédiat, la politique est guidée par le programme du FMI et par l'absolue nécessité de stabiliser le marché financier. Même ainsi, les autorités peuvent prendre des mesures de nature à restaurer la crédibilité. On fait valoir ici qu'à plus long terme l'Islande devrait adopter l'euro, tout en évoquant les exigences et les difficultés d'un tel projet. Comme il y aura une phase de transition entre la levée des contrôles actuels sur les mouvements de capitaux et le passage à l'euro, il convient de revenir au système de ciblage de l'inflation qui a été suspendu de facto. Mais, pour que le ciblage réussisse, il faudra rétablir la crédibilité et assurer la stabilité du système financier interne.

### **Les objectifs à court terme de la politique monétaire**

#### ***Les restrictions aux mouvements de capitaux doivent être progressivement levées dès que possible***

L'effondrement du système bancaire a entraîné une modification des objectifs de la politique monétaire. En octobre 2008, le taux de change effectif était inférieur de 40 % à son

niveau en début d'année. Les autorités islandaises et le FMI ont convenu que la stabilisation de la couronne était un élément fondamental du plan de redressement économique. On a donc instauré un contrôle des mouvements de capitaux pour empêcher les sorties désordonnées de fonds détenus par des étrangers (ils représentent 40 à 50 % du PIB de 2009). La BCI estime qu'en avril 2009 les avoirs en possession de non-résidents comprenaient 204 milliards ISK sous forme de dépôts (14 % du PIB de 2009), 60 milliards ISK de certificats de dépôt émis par la BCI (4 % du PIB de 2009), 205 milliards ISK d'obligations ordinaires (14 % du PIB) et 162 milliards ISK d'obligations indexées sur la hausse des prix (11 % du PIB de 2009) (Banque centrale d'Islande, 2009). De plus, selon des estimations préliminaires de la BCI, quelque 40 % de ces avoirs (soit à peu près 250 milliards ISK) sont détenus par les investisseurs qualifiés d'« impatientes », c'est-à-dire ceux qui se retireraient immédiatement s'ils le pouvaient (Banque centrale d'Islande, 2009). En cas de fuite précipitée des capitaux, le taux de change baisserait brutalement, ce qui compromettrait la crédibilité de la politique économique, tout en mettant peut-être en faillite de nombreuses entreprises et certains ménages dont les engagements en devises ne sont pas couverts. Une bonne part des emprunts en devises a été effectuée par des sociétés de placement islandaises pour financer leurs acquisitions d'actions étrangères. Environ 50 % des entreprises ayant emprunté en devises n'ont pas d'avoirs en devises. En outre, 20 % environ des ménages ont contracté des emprunts immobiliers libellés en devises. Mais on connaît très mal l'importance des positions non couvertes, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. En prévision de la levée progressive des restrictions aux mouvements de capitaux, les autorités devraient pleinement s'informer sur l'ampleur des engagements en devises, c'est-à-dire à la fois sur les emprunts et les sources de recettes en devises ; elles seront ainsi en mesure de bien évaluer les risques découlant d'une éventuelle dépréciation du change après la suppression du contrôle des mouvements de capitaux.

Le contrôle des mouvements de capitaux a aussi protégé le système bancaire interne du risque de retraits massifs de dépôts de résidents souhaitant transférer leurs actifs à l'étranger. De même, en interdisant d'investir à l'extérieur du pays, il a obligé les créanciers nationaux à prêter à des emprunteurs également nationaux. Dès lors, les taux d'intérêt de marché n'ont pas augmenté autant que l'aurait justifié la perception d'un risque accru – au moins pour les agents économiques qui ont pu continuer à obtenir des crédits. Dans le courant de 2008, les principales agences de notation financière ont abaissé la cote de la dette souveraine islandaise jusqu'à un niveau proche des placements à caractère spéculatif. Pourtant, la Caisse de financement du logement – organisme de crédit immobilier contrôlé par l'État – a pu lever des fonds à des taux réels peu éloignés en moyenne de ceux pratiqués avant l'éclatement de la crise.

Les autorités ont l'intention de supprimer progressivement le contrôle des mouvements de capitaux dans le délai de deux ans fixé pour l'application du programme approuvé par le FMI. Sa suppression est avant tout une mesure nécessaire pour restaurer la crédibilité du pays. Toutefois, la suppression du contrôle ne pourra intervenir que lorsque trois conditions seront réunies : un plan d'assainissement budgétaire à moyen terme devra être bien engagé, le secteur bancaire devra avoir été remis en état et les réserves internationales devront être suffisantes. Pour se prémunir contre le risque de liquidation par les investisseurs étrangers de leurs avoirs en ISK, la BCI et le FMI envisagent de ne libéraliser initialement que les nouveaux flux du compte de capital. On maintiendrait le contrôle des actifs en couronnes des non-résidents jusqu'à ce que la situation s'améliore suffisamment pour qu'il puisse également y être mis fin. Cette

solution est techniquement possible, mais très compliquée. En ayant cela à l'esprit, les autorités devraient attendre, pour lever les restrictions aux nouveaux flux de capitaux, que cela soit sans danger et, en tout état de cause, ne pas le faire avant la stabilisation du système bancaire. Une levée partielle des restrictions aux mouvements de capitaux pourrait aussi faciliter un démantèlement complet des restrictions concernant les avoirs actuels des non-résidents libellés en couronnes sans susciter une nouvelle crise ; en effet, si les nouveaux investissements étrangers envisagés se concrétisaient, même une suppression partielle générerait des rendements compétitifs en Islande. Dès lors, on cesserait peut-être de considérer le cours de la couronne comme voué à la baisse, sachant que le taux de change réel est actuellement bien inférieur à sa moyenne de long terme. Il conviendrait donc que le gouvernement lève dès que possible les restrictions aux mouvements de capitaux qui bloquent les avoirs en couronnes des non-résidents.

### ***Stabiliser la couronne tout en instaurant les conditions d'une levée des restrictions aux mouvements de capitaux***

Une politique monétaire rigoureuse s'impose pour soutenir la couronne, car le contrôle des mouvements de capitaux ne fonctionne pas parfaitement. Cela signifie que la politique monétaire est passée de facto, au moins temporairement, d'une cible d'inflation à une cible de taux de change. On peut citer à ce propos M. Oygard (2009), le gouverneur de la Banque centrale : « La politique monétaire est actuellement guidée par l'objectif provisoire de stabilisation du change, alors que l'inflation reste l'objectif à long terme. » Il faut bien voir que, dans le cas présent, la stabilité monétaire externe est peut-être plus que jamais un facteur important du retour à la stabilité des prix. Compte tenu de la faiblesse de l'économie islandaise et des distorsions liées au contrôle des changes, cette dualité d'objectifs est pour le moment indispensable à une stratégie de reprise durable.

Malgré la réaction déterminée et peu orthodoxe de la politique économique, la couronne s'est montrée encore très instable en 2009, son taux de change effectif ayant encore perdu 12 % jusqu'au début de juillet, comparativement au début d'octobre 2008. La hausse des prix en glissement annuel, après avoir culminé à 18.6 % en janvier, a nettement décéléré pour s'établir à 12.2 % en juin. L'amarce d'atténuation des tensions inflationnistes justifiait une certaine réduction du loyer de l'argent, mais la détente des taux réels a été limitée. Il est vrai que l'essentiel du reflux de l'inflation s'explique par un effet de base sur la composante prix des logements (graphique 2.4), alors que la tendance sous-jacente demeure bien supérieure à l'objectif (à long terme) de 2½ per cent. Jusqu'à ce que les conditions d'une levée du contrôle des changes existent, la politique monétaire devra continuer à privilégier la stabilisation de la couronne, ce qui réduit les possibilités de nouvelles baisses de taux d'intérêt.

### ***Rétablir la crédibilité de la politique monétaire***

Il est essentiel que la BCI améliore sa crédibilité. À cette fin, elle doit clairement faire savoir qu'elle est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour atteindre ses objectifs. Ainsi, elle devrait assumer pleinement la responsabilité du caractère rigoureux de la politique monétaire, en expliquant qu'il est nécessaire pour compléter le contrôle des changes et prévenir des sorties de capitaux catastrophiques. En agissant de la sorte, elle peut démontrer qu'elle comprend la nécessité de choix difficiles dans les années à venir et qu'elle est prête à les opérer. Pour leur part, le personnel politique et les autres officiels devraient s'abstenir de commenter en public les modalités d'application de la politique monétaire, à la différence de ses objectifs, lesquels relèvent bien du domaine politique.

Les modifications de février 2009 de la loi sur la BCI sont favorables à sa crédibilité (encadré 2.1). L'institution d'un Comité de politique monétaire (CPM) ainsi que les nouvelles qualifications exigées pour occuper les fonctions de gouverneur et de sous-gouverneur devraient améliorer la gouvernance de la Banque centrale. La publication d'un compte rendu des réunions au cours desquelles est fixé le taux d'intérêt directeur renforcera la transparence et donc l'efficacité de la politique monétaire. Il sera tout aussi important que ces changements d'organisation s'accompagnent d'une action cohérente. Par exemple, il ne faudrait pas nommer membres du CPM des personnalités politiques majeures. Une banque centrale plus indépendante doit aussi rendre davantage de comptes. Le fait que la loi demande au CPM d'adresser deux fois par an au Parlement un rapport décrivant ses activités est une mesure bienvenue qui correspond à la pratique dans la zone de l'OCDE. Par ailleurs, le gouvernement envisage de transférer la supervision de la BCI (qui relevait des services du Premier ministre) à un nouveau ministère des Affaires économiques, dont dépendra aussi l'autorité de surveillance financière (FME). Ce serait de nature à améliorer la coordination de la politique monétaire et de la surveillance financière.

### Encadré 2.1. **La nouvelle loi sur la Banque centrale**

Pendant la période qui a précédé les élections de mai 2009, l'une des principales initiatives du gouvernement intérimaire a été la modification de la loi régissant la Banque centrale. Le nouveau texte a modifié sur plusieurs points l'organisation administrative de la BCI. L'objectif était de s'assurer que la direction de la Banque soit compétente et de garantir ainsi que les décisions concernant la mise en œuvre des mécanismes de contrôle monétaire soient prises avec professionnalisme et objectivité. La loi a introduit deux grands changements.

- D'abord, elle a supprimé le Conseil des gouverneurs et l'a remplacé par un gouverneur unique, responsable des opérations de la Banque. On a aussi changé la procédure de nomination du gouverneur et du sous-gouverneur. Il doit désormais y avoir publication des postes à pourvoir et des qualifications professionnelles minimums exigées. La durée des deux mandats est de cinq ans et une même personne ne peut être nommée gouverneur ou sous-gouverneur que deux fois.
- Ensuite, la loi a instauré au sein de la Banque un Comité de politique monétaire (CPM), qui a pour mission de mettre en œuvre les mécanismes de contrôle monétaire. Il se compose du gouverneur, du sous-gouverneur, de l'un des dirigeants de la Banque responsables de la formulation ou de l'application de la politique monétaire et de deux spécialistes extérieurs de la politique économique et monétaire, nommés pour cinq ans par le Premier ministre.

L'une des finalités explicites de la nouvelle loi est de rendre la Banque centrale plus indépendante des considérations politiques, qui semblent souvent avoir joué un rôle majeur dans les nominations au Conseil des gouverneurs. Les qualifications exigées pour pouvoir exercer les fonctions de gouverneur et de sous-gouverneur de la BCI ainsi que l'obligation légale de publier les vacances de poste ont pour but d'empêcher que des facteurs politiques puissent déterminer ces nominations.

La loi prévoit aussi la publication d'un compte rendu des réunions consacrées à la fixation du taux directeur deux semaines après chaque décision. Enfin, le CPM doit adresser au Parlement au moins deux fois par an un rapport sur ses activités.

Pour rehausser la crédibilité de la BCI, le gouvernement pourrait aussi choisir une autre mesure de l'inflation ciblée. Comme on l'a indiqué plus haut, l'indice officiel des prix à la consommation (IPC) comprend un élément représentatif des services procurés par les logements qu'occupent leurs propriétaires, étroitement lié aux prix du marché immobilier. Cela soulève au moins deux problèmes. En premier lieu, selon les recherches d'éminents universitaires, les banques centrales devraient privilégier des indicateurs d'inflation qui soient fortement pondérés en composantes à évolution lente et excluant les prix d'actifs comme les logements, mais qui tiennent compte des loyers imputés à ces actifs (par exemple, Aoki, 2001 ; Woodford, 2003). En deuxième lieu, les crédits immobiliers islandais étant généralement assortis d'un taux fixe et d'échéances allant jusqu'à 40 ans, ils sont peu sensibles à l'orientation de la politique monétaire. La BCI s'est donc attachée à un indice de prix non seulement sous-optimal aux yeux des plus grands économistes, mais qui incorpore un élément sur lequel le taux directeur influe très peu. On ne s'étonnera pas qu'aucune autre banque centrale des pays membres de l'OCDE ne retienne un indicateur d'inflation aussi sensible aux prix du marché immobilier que l'IPC officiel de l'Islande.

On pourrait soutenir que la mesure retenue par la BCI est peut-être préférable à celles adoptées ailleurs parce qu'elle intègre au dispositif de ciblage de l'inflation un mécanisme automatique de freinage. Mais la crise récente a révélé que le ciblage d'un indice très sensible aux prix du logement était inopérant : il n'a fait que rendre l'objectif d'inflation plus hors d'atteinte et donc moins crédible. Cette observation ne signifie en aucun cas que la politique monétaire doive ignorer l'évolution des prix des logements et d'autres actifs. Au contraire, comme le montre bien le déroulement des événements en Islande et dans le reste du monde depuis la mi-2007, les autorités monétaires devraient leur accorder beaucoup plus d'attention (Yellen, 2009).

Pour prendre bien en compte le prix du flux de services correspondant à l'occupation d'un logement par son propriétaire, on pourrait par exemple passer du coût du capital pour l'utilisateur à l'équivalence du loyer, comme le font les États-Unis et d'autres pays de l'OCDE (Christensen *et al.*, 2005). Mais cette solution ne semble pas viable en Islande où, si l'on exclut le logement social, le marché de la location est extrêmement étroit. Pour le moment, la seule solution facilement praticable serait d'utiliser l'IPCH comme mesure pertinente de l'inflation, puisqu'il est insensible aux prix de l'immobilier (Eurostat est en train d'introduire dans son panier de prix une composante « logements occupés par les propriétaires », basée sur les coûts de matériaux de construction et de remplacement, ce qui devrait améliorer l'IPCH). L'IPCH présente aussi l'avantage de se prêter aux comparaisons internationales et d'être la mesure de l'inflation qu'il faudrait cibler pour adhérer à la zone euro. Enfin, il y a un dernier argument important en sa faveur : il vaut mieux changer de cible au moment où l'inflation calculée au moyen de l'IPCH est supérieure à l'inflation selon l'IPC, ce qui est actuellement le cas, car cela ne risque pas de nuire à la crédibilité de la BCI. C'est pourquoi les autorités devraient sans tarder choisir l'IPCH comme mesure de l'inflation ciblée.

### **Les objectifs à long terme de la politique monétaire**

#### **Tirer les leçons du passé**

Après la levée des restrictions aux mouvements de capitaux, qui devra intervenir dès que possible, il faudra que les autorités appliquent un nouveau dispositif de politique monétaire. Plusieurs initiatives ont été prises ou pourraient l'être dans le sens d'une plus



grande efficacité ; mais l'expérience du flottement administré du taux de change et celle du ciblage de l'inflation incitent à penser qu'une politique monétaire indépendante ne constitue peut-être pas un bon choix à long terme pour l'Islande.

On peut aussi craindre un retour éventuel des opérations de « carry trade », qui compliquerait l'application de la politique monétaire. Dans cet ordre d'idées, certains observateurs estiment que la participation à une monnaie de réserve internationale est la seule solution viable face à la mondialisation actuelle des marchés de capitaux.

L'adoption unilatérale d'une monnaie étrangère telle que l'euro, parfois préconisée par certains cercles politiques, ne semble pas être une bonne solution pour l'Islande. La conversion en euros et la perte du seigneurage seraient coûteuses pour les finances publiques. De plus, le système bancaire national n'ayant plus accès à un mécanisme de refinancement fiable, il serait davantage exposé au risque de panique bancaire. La principale objection est peut-être qu'un transfert de souveraineté nationale, dénué de légitimité politique, à la Banque centrale européenne (BCE) aurait peu de chances de perdurer (Buitier, 2000). Enfin, on ne doit pas oublier que la BCE s'est clairement prononcée contre une « euroisation » unilatérale de l'économie islandaise, également déconseillée par l'OCDE dans son *Étude économique de 2008*.

### **Les arguments en faveur de l'adhésion à la zone euro**

Chercher à entrer dans une union monétaire – c'est-à-dire, pour des raisons pratiques, dans la zone euro – est la seule solution durable. Le processus d'adhésion sera compliqué et prendra du temps. Pendant la période de transition, les politiques monétaire et budgétaire devront être subordonnées à la réalisation des critères d'entrée, mais l'Islande est relativement bien placée à cet égard. L'assainissement budgétaire auquel les autorités se sont déjà engagées (voir ci-dessous) et le mode actuel de ciblage de l'inflation sont conformes à l'objectif ultime d'adoption de l'euro. En outre, l'Islande est déjà membre de l'Espace économique européen (EEE) et, de ce fait, beaucoup des conditions préalables à la participation à l'UE – nécessaire dans une démarche d'adhésion à l'euro – sont déjà remplies. Dans le passé, plusieurs autres pays ont suivi la procédure applicable aux candidats ; certains ont eu l'intelligence d'utiliser l'objectif d'adhésion pour mettre en œuvre des réformes structurelles importantes, mais politiquement difficiles sans cela. La procédure servira aussi à donner une légitimité politique à une décision qui – ne l'oublions pas – revient à céder à une entité supranationale la souveraineté nationale en certains domaines, comme la politique monétaire. D'ailleurs, le fait de participer aux mécanismes de décision de l'UE et de la BCE, ce que ne permettrait pas une « euroisation » unilatérale, ajouterait à la légitimité politique.

L'harmonisation de la politique agricole et de la politique de la pêche avec celles de l'Union européenne serait l'aspect le plus délicat des négociations d'adhésion à l'UE. La libéralisation des échanges agricoles et, surtout, la conclusion d'un accord sur la gestion et l'exploitation des pêcheries islandaises auront probablement un coût. La pêche est un secteur économique important, puisqu'il a représenté ces dernières années 7 % du PIB et plus de 30 % des exportations de marchandises ; c'est aussi un symbole de l'identité nationale. Par ailleurs, la politique islandaise de la pêche est souvent considérée comme un modèle, alors que la politique commune de l'UE en ce domaine (PCP) a été à l'origine d'une diminution des ressources et d'un affaiblissement de la filière. L'évaluation faite en 1997 par l'OCDE de la gestion de la pêche dans les pays membres concluait : « Dans l'UE, le secteur est caractérisé par un excès de prises, par un niveau de production et de

revenus inférieurs à ce que l'on aurait pu obtenir ainsi que par une crise latente » (OCDE, 1997). Selon le livre vert consultatif sur la PCP publié en avril 2009 par la Commission européenne, 88 % des stocks de l'UE font l'objet de prises excessives et, dans plusieurs pays membres, le coût budgétaire des subventions aux professionnels « dépasse la valeur des prises » (CE, 2009). Selon ce document, qui s'inscrit dans le cadre d'un plan de réforme de la PCP à l'horizon de 2013, l'UE devrait s'inspirer de pays tels que l'Islande, où la gestion des pêcheries est basée sur des quotas individuels transférables : les pêcheurs détiennent des droits individuels qu'ils peuvent céder ou louer à des collègues (dans certaines limites). En résumé, si l'Islande fait acte de candidature à l'UE, les négociations sur cette question controversée seront sans doute délicates, mais il semble exister une marge pour à la fois améliorer la PCP et trouver un compromis acceptable à propos des pêcheries islandaises.

À supposer que l'on puisse trouver un compromis sur la pêche et que la candidature à l'UE soit couronnée de succès, la participation à l'Union économique et monétaire (UEM) procurerait des avantages non négligeables. L'Islande disposerait enfin d'une politique monétaire axée sur la stabilité et recevrait une partie des revenus de seigneurage de l'Eurosystème, tandis que ses banques auraient pleinement accès aux facilités de refinancement monétaire de la BCE. Pour l'Islande, en particulier, avec son historique d'inflation élevée et volatile, l'appartenance à la zone euro semble être la stratégie la plus logique pour stabiliser l'économie. De plus, la crédibilité de la BCI pourrait bénéficier immédiatement d'une décision politique ferme d'entrer rapidement dans l'UEM. Dans le passé, en tout cas depuis l'époque du système monétaire européen (SME), d'autres pays enclins à l'inflation, comme l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce, se sont aperçus que la participation à un mécanisme monétaire international assurait une discipline efficace et facilitait la conduite de la politique monétaire (Giavazzi et Pagano, 1988).

L'adhésion à la zone euro ferait aussi disparaître le risque de change et donnerait accès à l'important marché des capitaux en euro, ce qui devrait faire baisser les taux d'intérêt réels islandais en les rapprochant du niveau en vigueur dans cette zone monétaire. Cela allégerait la charge du service de la dette – ce qui, comme on le verra ultérieurement dans ce chapitre, serait très utile au regard de la situation médiocre des finances publiques – et faciliterait l'ajustement des bilans dans le secteur privé. Le recul des taux d'intérêt stimulerait aussi les investissements au bénéfice de la productivité du travail. Bien qu'il soit difficile de quantifier la diminution des taux d'intérêt réels résultant de l'appartenance à la zone euro, l'expérience des anciens pays candidats laisse penser qu'elle serait substantielle. Une étude récente sur la candidature réussie de la République slovaque montre, par exemple, que la prime de change, qui s'élevait encore à quelque 1 % en 2006, est devenue nulle dès l'annonce de l'adhésion (Huefner et Koske, 2008). Il faudrait parallèlement renforcer la supervision financière, comme le recommande le chapitre 1, pour s'assurer que de bas taux d'intérêt ne déclenchent pas un nouveau boum insoutenable du crédit.

L'entrée dans la zone euro présenterait un autre avantage : le fait d'avoir une monnaie commune renforcerait les liens commerciaux avec les autres économies de cette zone. L'existence d'une monnaie commune entre partenaires commerciaux est considérée comme « un engagement extrêmement sérieux et durable » (McCallum, 1995). Elle écarte notamment la possibilité de futures dévaluations compétitives, tout en facilitant les investissements directs étrangers et l'établissement de relations à long terme. Une étude fondatrice de Rose (2000) conclut qu'une union monétaire a des effets très positifs sur les

échanges internationaux. En appliquant un modèle de gravité à un panel de 186 pays, de 1970 à 1990, Rose constate que les pays ayant une même monnaie commercent trois fois plus entre eux que s'ils avaient des monnaies différentes. Frankel et Rose (2000) prolongent le travail de Rose (2000) en utilisant un panel comprenant plus de 200 pays et leurs territoires dépendants. Les principaux résultats sont les suivants : une union monétaire fait plus que tripler les échanges entre les pays qui y participent. En revanche, selon Rose et Van Wincoop (2001), l'adhésion à la zone euro augmenterait les échanges de plus de 50 %, soit une estimation bien moindre. Les recherches de Melitz (2001) et Persson (2001) aboutissent à des résultats encore inférieurs. La plus basse émane de Persson, qui fait état d'une augmentation de 13 % des échanges dus à l'unification monétaire avec une estimation préférée de quelque 40 %. Les estimations de Melitz sont supérieures. Appliquant à l'Islande la méthode du modèle de gravité du commerce, Breedon et Pétursson (2005) concluent que les échanges de l'Islande pourraient augmenter d'environ 60 % et que son ratio échanges/PIB pourrait s'accroître de 12 points de pourcentage en cas d'adhésion à l'Union européenne et à l'UEM. Une étude plus récente de Flam *et al.* (2008) – il s'agit d'un rapport complet sur la zone euro qui vise à évaluer si le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni devraient adhérer à l'UEM – confirme que l'entrée dans la zone euro a intensifié les échanges entre les membres de l'union monétaire et constate en outre que cet effet s'est accentué dans le temps. Selon les calculs de ces auteurs, les échanges intérieurs de la zone euro ont progressé de 24 % en moyenne après 1999 par rapport aux années précédentes, alors que les échanges entre la zone euro et les pays tiers n'ont augmenté que de la moitié de ce chiffre, soit 12 %. D'autres recherches montrent que la disparition de la volatilité des taux de change – cette volatilité a été particulièrement prononcée en Islande – a suscité une différenciation des produits échangés en Europe. Ainsi, en appliquant une méthodologie différente des modèles de gravité, Fontagné et Freudenberg (1999) concluent qu'après l'entrée dans une zone monétaire, les échanges intrasectoriels portent davantage sur des produits à différenciation horizontale (échange bilatéral de variétés) que sur des produits à différenciation verticale (échange bilatéral de qualités). En résumé, bien que les opinions diffèrent sur l'ampleur des éventuels gains résultant de l'unification monétaire, ils seraient probablement très importants en Islande.

L'entrée dans la zone euro comporte aussi certains inconvénients. Les principaux sont que les conditions monétaires ne conviendront pas toujours à la situation nationale et que l'Islande perdra la possibilité d'utiliser le taux de change pour s'adapter aux chocs idiosyncratiques. La flexibilité du change a été d'un grand secours dans la période récente en facilitant certaines réductions bénéfiques des salaires réels. L'étude de la synchronisation des cycles conjoncturels respectifs de l'Islande et de la zone euro donne des résultats mitigés. Ce chapitre cherche à déterminer le degré de synchronisation au cours de la décennie écoulée (encadré 2.2). On constate surtout que les chocs spécifiquement nationaux ont tendance à prévaloir en Islande. Néanmoins, la prédominance des chocs asymétriques ne semble pas beaucoup différer de ce que l'on observe chez certains membres actuels de l'UEM (le Portugal et la République slovaque, par exemple). En outre, sur la base de cette même mesure, il ne semble pas y avoir de meilleur candidat avec lequel une union monétaire pourrait être formée (à l'exception de la Suède, qui, au moins pour le moment, ne semble pas intéressée).

### Encadré 2.2. Quel est le degré de synchronisation entre l'Islande et la zone euro ?

Selon les études consacrées aux zones monétaires optimales (ZMO), la synchronisation des chocs économiques est l'une des principales conditions pour bénéficier de l'intégration monétaire. On emploie ici les méthodes empiriques habituelles pour donner un éclairage sur ce sujet, en se basant sur les travaux effectués par le Secrétariat à l'occasion de l'*Étude économique de l'Estonie* (OCDE, 2009a ; on trouvera plus de précisions dans Brixiova et autres, 2009). On examine deux questions principales : la structure de l'économie et les chocs sous-jacents.

#### Similarité structurelle et corrélation de l'activité économique entre l'Islande et la zone euro

En principe, plus les structures de production sont similaires, plus la synchronisation des chocs et des cycles conjoncturels est à prévoir. Pendant la période 1997-2007, la corrélation entre la croissance des PIB réels de l'Islande et de la zone euro a été très faible, surtout avec les principaux pays de la zone. Toutefois, si l'on se réfère à cette mesure, certains membres récents de l'UE ne semblent pas faire mieux (tableau 2.1). La corrélation entre les IPCH de l'Islande et de la zone euro n'a pas été aussi limitée, notamment si on la compare à celle d'autres pays situés à la périphérie. La proportion très réduite des échanges intrasectoriels en Islande est aussi le signe que la structure économique de ce pays diffère sensiblement de celle de la zone euro. Cette constatation ne saurait surprendre compte tenu de la concentration des exportations islandaises dans l'aluminium et la pêche. En tout cas, ces mesures indiquent peu de synchronisation des chocs et des cycles conjoncturels entre l'Islande et la zone euro.

Tableau 2.1. Coefficients de corrélation avec la croissance du PIB réel et l'inflation dans la zone euro, 1997-2007

|                  | Croissance du PIB réel | Inflation |
|------------------|------------------------|-----------|
| ISL              | 0.05                   | 0.38      |
| DEU              | 0.92                   | 0.76      |
| FRA              | 0.89                   | 0.92      |
| NLD              | 0.79                   | 0.29      |
| FIN              | 0.79                   | 0.23      |
| IRL              | 0.51                   | 0.43      |
| GRC              | -0.05                  | 0.18      |
| SVK              | -0.27                  | -0.24     |
| SVN <sup>1</sup> | 0.53                   | -0.12     |

1. 1998-2007 pour l'inflation mesurée par l'IPCH.

#### La symétrie des chocs entre l'Islande et la zone euro

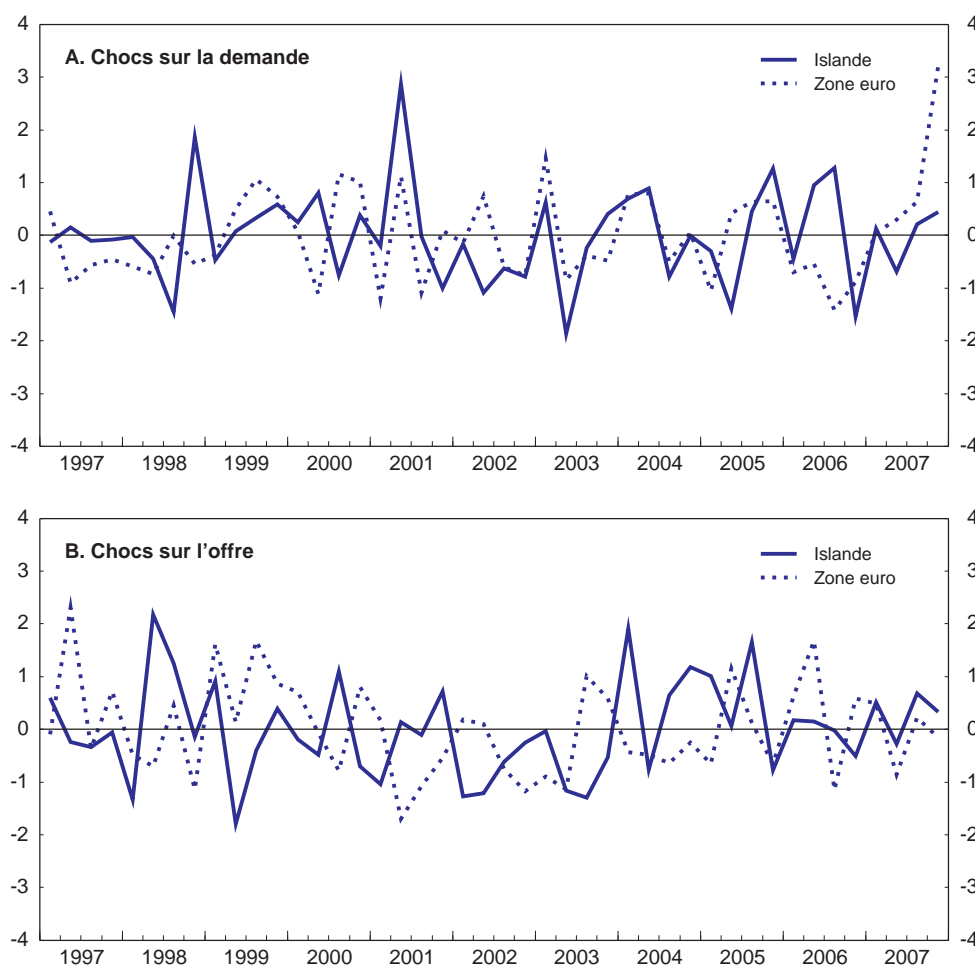
Malgré les disparités structurelles entre l'Islande et la zone euro, les chocs qui influent sur les deux économies pourraient être assez similaires. On utilise un modèle classique d'agrégats de demande et d'offre, appréhendant la croissance de la production et les variations du taux d'inflation, pour retracer les chocs sous-jacents sur la demande et sur l'offre ainsi que pour déterminer leur corrélation avec ceux observés dans la zone euro et dans un groupe témoin\*. La production est mesurée par le PIB réel et l'inflation par les variations trimestrielles en pourcentage de l'IPCH (comme il est indiqué auparavant dans ce chapitre, l'IPC officiel de l'Islande n'est pas comparable à l'IPCH de la zone euro). Conformément à la méthodologie proposée par Bayoumi et Eichengreen (1992), on construit un modèle structurel VAR 2x2 auquel on impose quatre restrictions simples.

### Encadré 2.2. Quel est le degré de synchronisation entre l'Islande et la zone euro ? (suite)

Deux d'entre elles sont de simples normalisations de la variance des chocs ; la troisième consiste à faire l'hypothèse que les chocs sur la demande et sur l'offre sont orthogonaux ; la quatrième est que les chocs sur la demande n'ont qu'une incidence temporaire sur la production. Ces restrictions supposent aussi que les chocs sur la demande font augmenter les prix à court et à moyen terme, alors que les chocs sur l'offre les font baisser.

Les résultats montrent que la corrélation des chocs sur la demande entre l'Islande et la zone euro est positive, mais faible, tandis que les chocs sur l'offre ne sont pas corrélés (graphique 2.5 et tableau 2.4). Pour vérifier la robustesse, le modèle VAR est estimé pour des périodes plus ou moins longues, mais les résultats qualitatifs ne changent pas. Ces observations confirment la présomption selon laquelle le cycle conjoncturel de l'Islande n'est pas le même que dans la zone euro, surtout en ce qui concerne les chocs sur l'offre.

Graphique 2.5. Agrégats de demande et d'offre en Islande et dans la zone euro



Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705356408505>

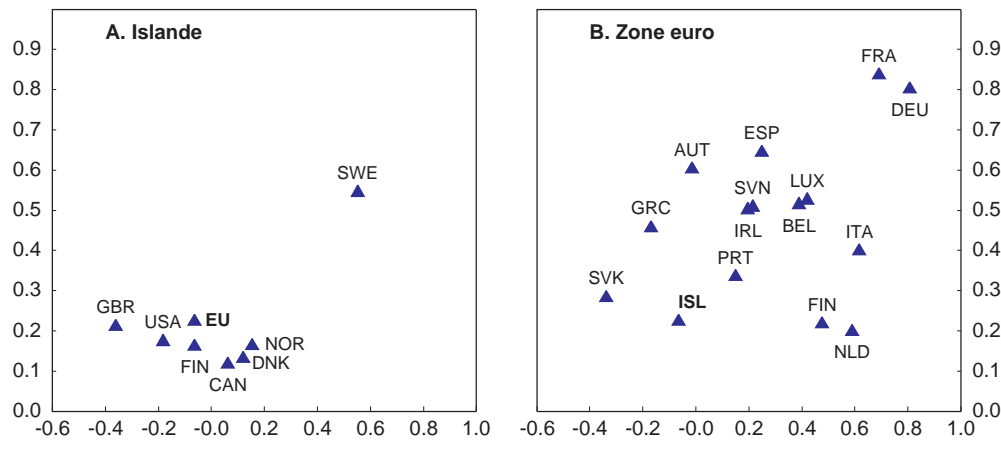
### Encadré 2.2. Quel est le degré de synchronisation entre l'Islande et la zone euro ? (suite)

En revanche, les comparaisons avec d'autres pays laissent penser qu'il peut y avoir correspondance entre l'Islande et la zone euro au-dessus d'un seuil minimum. D'abord, les corrélations des chocs touchant l'Islande avec ceux touchant d'autres économies s'avèrent aussi relativement limitées, à la notable exception de la Suède (tableau 2.2 ; graphique 2.6). Ensuite, plusieurs pays membres de la zone euro ont aussi subi des chocs idiosyncratiques (graphique 2.6). En conclusion, bien que cette analyse simple fasse apparaître une faible synchronisation des cycles entre l'Islande et la zone euro, ce n'est pas une condition suffisante pour dissuader ce pays d'y adhérer.


Tableau 2.2. Coefficients de corrélation des chocs sous-jacents entre l'Islande et certains pays, 1997-2007

|             | Chocs sur la demande | Chocs sur l'offre |
|-------------|----------------------|-------------------|
| Zone euro   | 0.23                 | -0.06             |
| États-Unis  | 0.18                 | -0.18             |
| Norvège     | 0.17                 | 0.15              |
| Finlande    | 0.17                 | -0.06             |
| Royaume-Uni | 0.22                 | -0.36             |
| Canada      | 0.12                 | 0.06              |
| Suède       | 0.55                 | 0.55              |
| Danemark    | 0.14                 | 0.12              |

Graphique 2.6. Corrélation des chocs sous-jacents et des zones d'ancrage



Source : OCDE, Comptes nationaux.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705365807471>

\* Nous remercions tout particulièrement Roselyne Jamin, Margaret Morgan et Patrice Ollivaud d'avoir contribué à programmer l'algorithme de décomposition du VAR.

Toutefois, la synchronisation relativement limitée des cycles avec la zone euro signifie que la politique monétaire de la BCE risque parfois de ne pas convenir à la situation de l'Islande, ce qui causerait une volatilité excessive des prix et de la production. Pour l'éviter, le pays devrait recourir à d'autres mécanismes d'ajustement. Il est particulièrement important que la mobilité de la main-d'œuvre et la flexibilité des salaires restent élevées. Certes, le marché du travail est dans l'ensemble souple – même si l'indice OCDE de la législation protectrice de l'emploi (LPE) fait planer un doute sur le degré réel de flexibilité (encadré 2.3) – avec de forts

taux d'activité, une facilité d'entrée pour les immigrants, d'importantes incitations au travail et des indemnités de chômage de courte durée au regard des normes internationales ; néanmoins, l'Islande est confrontée à une hausse massive du chômage pour la première fois dans son histoire récente. La dégradation très marquée du marché du travail va probablement susciter des pressions politiques, mais on doit éviter de prendre des mesures qui compromettraient le bon fonctionnement de ce marché, surtout dans la perspective d'une adhésion prochaine à la zone euro. À terme, une augmentation des taux de remplacement et un allongement de la durée d'indemnisation entraîneraient une aggravation progressive du chômage et gêneraient le réglage macroéconomique. Les autres mécanismes d'ajustement doivent aussi être améliorés : il faut que les capitaux puissent circuler plus librement – de toute façon, il sera probablement nécessaire de supprimer les restrictions en ce domaine bien avant l'entrée dans la zone euro – et que la politique budgétaire devienne plus contracyclique. En outre, compte tenu de la forte spécialisation de l'économie islandaise dans l'aluminium et la pêche, il convient d'envisager des mécanismes de stabilisation sortant de l'ordinaire, comme la couverture contre les fluctuations des prix de ces produits.

### Encadré 2.3. **Quel est le degré de souplesse de la législation islandaise de protection de l'emploi (LPE) ?**

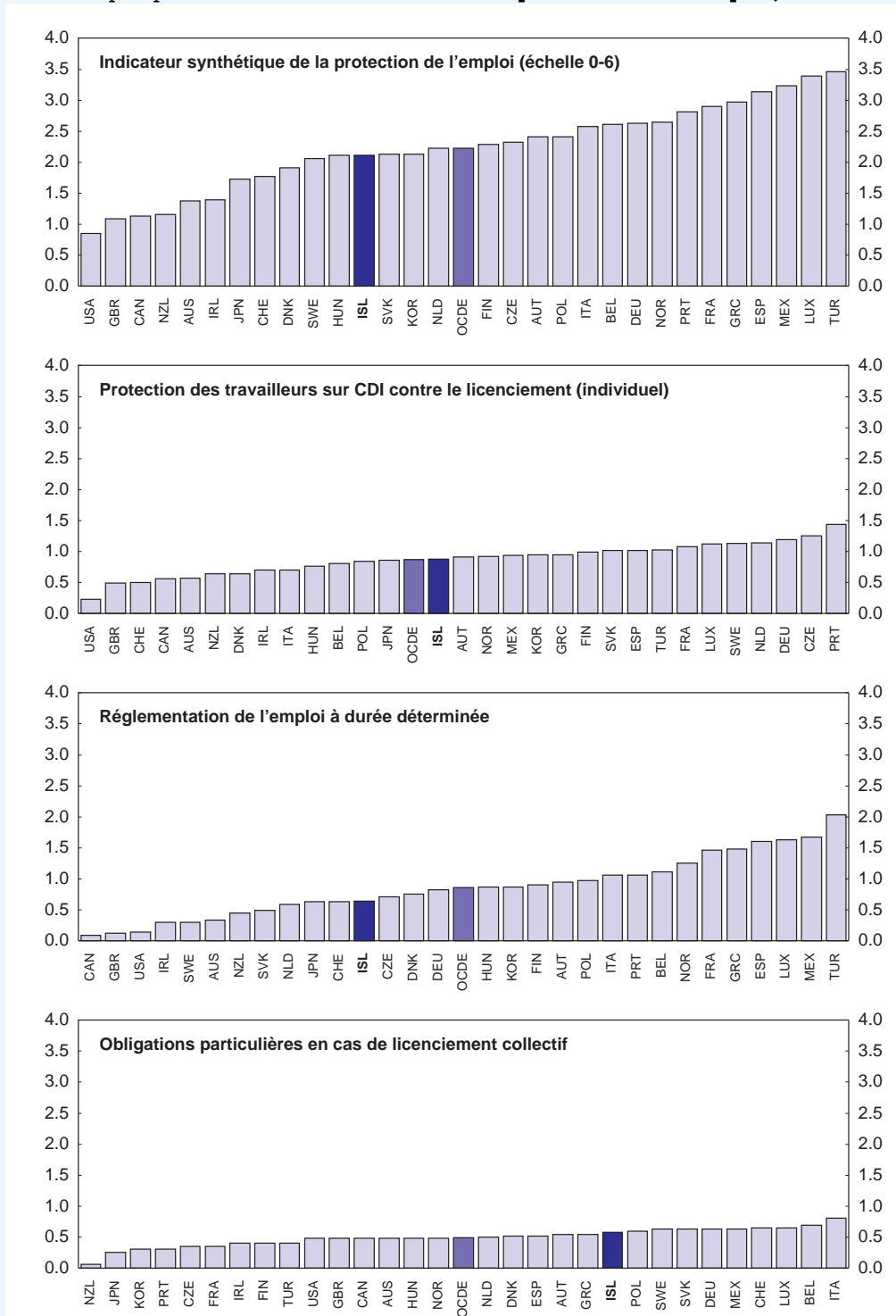
La législation protectrice de l'emploi comprend toutes les mesures concernant l'embauche (par exemple, les conditions d'utilisation de contrats temporaires ou à durée déterminée et les niveaux de formation exigés) et de licenciement (les procédures de licenciement économique, les durées de préavis et les indemnités pour rupture du contrat de travail, les conditions particulières requises pour les licenciements collectifs, etc.). Bien que ces restrictions aient pour but d'améliorer la sécurité de l'emploi, elles réduisent la flexibilité du marché du travail en rendant plus coûteux l'ajustement des effectifs. L'indice OCDE de la LPE permet d'évaluer le degré de sécurité de l'emploi en considérant trois aspects principaux : la protection des salariés travaillant sous contrat à durée indéterminée contre le licenciement individuel ; la réglementation de l'emploi temporaire ; les exigences spécifiques applicables aux licenciements collectifs. En Islande, l'indice a été calculé récemment pour la première fois en se référant à l'organisation institutionnelle en vigueur en 2008. Comme aucun changement important de la législation n'a eu lieu ces dernières années, l'indice LPE base 2008 représente assez bien la situation des périodes antérieures.

Selon cet indice, l'Islande se caractérise par une protection globale des salariés qui n'est que légèrement inférieure à la moyenne de l'OCDE et pas très éloignée de la situation au Danemark, en Suède et en Finlande (graphique 2.7). Si l'on distingue les trois grandes catégories d'emplois, la protection des salariés en CDI est très proche de la moyenne de l'OCDE, le travail temporaire est un peu moins réglementé que dans la plupart des économies de l'OCDE et les règles régissant les licenciements collectifs sont relativement strictes.

On est un peu surpris que l'indice LPE islandais ne se situe que légèrement en deçà de la moyenne de l'OCDE, car les résultats du marché du travail ont toujours été excellents en comparaison des autres pays. De nombreux éléments de l'organisation de ce marché lui donnent effectivement beaucoup de souplesse. En particulier, les salariés n'ont pas droit à une indemnité en cas de rupture de contrat de travail et celle-ci n'a généralement pas à être motivée. Le travail temporaire est autorisé dans toutes les catégories d'activités et on peut renouveler les contrats à durée déterminée sans restriction pour des périodes allant jusqu'à 24 mois.

Encadré 2.3. **Quel est le degré de souplesse de la législation islandaise de protection de l'emploi (LPE) ?** (suite)

Graphique 2.7. **Indicateurs OCDE de la protection de l'emploi, 2008**



1. 2009 pour la France et le Portugal.

Source : OCDE, Base de données de la réglementation des marchés de produits.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/705381771712>



### Encadré 2.3. Quel est le degré de souplesse de la législation islandaise de protection de l'emploi (LPE) ? (suite)

En revanche, les règles de préavis sont relativement strictes pour tous les contrats de travail, ce qui restreint la souplesse dont disposent les employeurs. Ainsi, au bout de cinq ans, les salariés en CDI ont droit à un préavis de trois mois. La durée du préavis est généralement encore plus longue pour les adhérents des deux plus grandes fédérations syndicales du secteur privé – et 88 % des salariés islandais sont syndiqués. En cas de licenciement collectif, les employeurs sont tenus de consulter les syndicats et d'étudier avec eux les moyens d'éviter ou de limiter les suppressions de postes ainsi que leur incidence. Même les agences de travail temporaire doivent être enregistrées auprès de la Direction du travail et lui communiquer des informations. En outre, les personnes employées par ces agences jouissent des mêmes droits que les salariés en CDI, notamment le niveau de rémunération et les avantages annexes prévus par les conventions collectives.

Dans un pays de l'OCDE, une note élevée de LPE va en principe de pair avec un taux d'emploi inférieur, en particulier pour la main-d'œuvre qui se situe à la marge du marché du travail (OCDE, 2004 ; Nickell et Layard, 1998). En Islande, toutefois, le taux d'activité est très élevé en comparaison internationale (mais pas le plus élevé) dans toutes les catégories, y compris les jeunes, les salariés âgés et les femmes. On peut en conclure que le niveau de LPE, qui n'est pas des plus bas, ne semble pas avoir eu des effets négatifs notables en Islande.

Remédier aux faiblesses révélées par l'évaluation de la LPE n'a donc pas lieu d'être la priorité des autorités islandaises ; mais elles doivent veiller à ce que se perpétuent les caractéristiques – non appréhendées par l'indice LPE – qui ont assuré jusqu'à présent le bon fonctionnement du marché du travail. Le haut degré de flexibilité des salaires réels observé dans le passé en est une illustration. Comme au cours de la récession actuelle, la réduction des salaires réels a sensiblement contribué aux ajustements macroéconomiques face à des chocs négatifs sur l'offre. La contraction des salaires réels a plutôt résulté d'une hausse de l'inflation que d'une diminution en nominal. Mais, si l'Islande adhère à la zone euro, la flexibilité des salaires nominaux prendra davantage d'importance en tant que mécanisme d'ajustement aux chocs idiosyncratiques. Il est aussi possible que le niveau non négligeable de LPE, conjugué en Islande à un fort taux de syndicalisation, limite la capacité des employeurs à réduire les salaires nominaux quand cela est nécessaire.

Les autorités ont une autre raison de se préoccuper de leur score en matière de LPE : l'éventualité de répercussions préjudiciables à la concurrence sur les marchés de produits. Comme pour le marché du travail, la perspective d'une entrée dans la zone euro milite en faveur de la souplesse et du bon fonctionnement des marchés de produits. Des recherches démontrent qu'avec une LPE stricte les entreprises inefficaces restent plus longtemps sur le marché et « thésaurisent » leur main-d'œuvre, en raison des coûts élevés d'une réduction. Cet état de fait a tendance à limiter l'entrée et la sortie au détriment de la concurrence entre produits. De plus, si l'introduction de nouvelles technologies nécessite des suppressions d'emplois, une LPE rigoureuse risque d'influer sur les stratégies d'innovation (Bassanini et Ernst, 2002 ; Gust et Marquez, 2002).

Même si la zone euro ne remplit peut-être pas actuellement tous les critères d'une zone monétaire optimale (ZMO) pour l'Islande, les liens entre la corrélation des revenus et l'intégration des échanges sont susceptibles d'améliorer progressivement la corrélation des cycles conjoncturels (Frankel et Rose, 1997). Selon ce que l'on appelle l'« hypothèse d'endogénéité des ZMO », il faut peut-être reconsidérer la problématique de l'entrée d'un pays dans une union monétaire si la réalisation des caractéristiques d'une ZMO est endogène, c'est-à-dire si un pays satisfait *a posteriori* aux critères d'une ZMO, alors que ce

n'était pas le cas avant. Entre autres travaux de recherche, une étude récente d'Alesina, Barro et Tenreyro (2002) tend à valider cette hypothèse en démontrant que les unions monétaires augmentent le parallélisme des variations de prix et peut-être aussi de production. En revanche, une théorie concurrente postule que plus les pays s'intègrent, plus ils se spécialisent dans les activités pour lesquelles ils jouissent d'un avantage comparatif (Bertola, 1993 ; Bayoumi et Eichengreen, 1999). Selon ce que l'on qualifie d'« hypothèse de spécialisation de Krugman », les membres d'une union monétaire deviennent probablement moins diversifiés et plus vulnérables aux chocs sur l'offre ; par conséquent, leurs revenus sont moins corrélés (Krugman, 1993). Même en l'absence d'accord des chercheurs sur la supériorité de l'une de ces deux théories (Mongelli, 2002), il est difficile de soutenir qu'une économie de quelque 300 000 personnes constitue une zone monétaire optimale. De nouvelles études, centrées davantage sur l'Islande, pourraient contribuer au débat et renforcer les arguments en faveur de l'appartenance à l'UE et à l'UEM. À cet égard, il est bon que la Banque centrale ait annoncé l'intention d'actualiser son rapport de 1997 sur la création et les effets de l'UEM et de procéder à une nouvelle étude comparant différents systèmes de change flexible à divers modèles de fixité du change.

### ***L'entrée dans la zone euro se heurtera à des obstacles***

L'entrée dans la zone euro ne suit pas automatiquement l'adhésion à l'Union européenne. Comme tous les membres actuels de l'UEM, l'Islande devrait satisfaire aux critères de convergence du traité de Maastricht. Chaque pays candidat est tenu de réaliser la stabilité et la convergence dans quatre domaines : l'inflation, le taux de change, les finances publiques et les taux d'intérêt. Un pays développé comme l'Islande peut remplir ces conditions sans grande difficulté à condition de parvenir à un degré raisonnable de stabilité macroéconomique (ce qui serait souhaitable indépendamment de la décision d'entrée dans l'UE et dans la zone euro). Pourtant, le cheminement vers l'euro se heurtera à certains obstacles dont les responsables de la politique économique doivent être conscients (Brook, 2005).

Tout d'abord, le traité de Maastricht fait de la stabilité des prix le préalable à l'admission dans la zone euro. Plus précisément, le taux d'inflation mesuré par l'IPCH ne doit pas dépasser de plus de 1.5 point le taux moyen des trois États membres de l'UE « les plus performants » à cet égard. En outre, la convergence obtenue doit être durable. C'est pourquoi, après la libéralisation du compte de capital, il faudrait que les autorités remettent en vigueur le dispositif de ciblage de l'inflation, provisoirement suspendu, et le modifient de façon appropriée, comme on l'a recommandé plus haut. Il conviendrait que l'objectif soit choisi conformément à la définition de la stabilité des prix donnée par la BCE, c'est-à-dire une hausse de l'IPCH « inférieure à 2 %, mais proche de ce niveau ». Sa réalisation pourrait exiger de difficiles décisions. Pourtant, l'objectif de stabilité des prix semble à la portée de l'Islande, sachant que de 2001 à 2007 la hausse moyenne de l'IPCH n'a été supérieure que de 0.7 point à celle de la zone euro et que la participation au deuxième mécanisme de change européen (MCE2) serait elle-même de nature à conforter la crédibilité de la BCI.

Néanmoins, la définition de la « meilleure performance » en matière de stabilité des prix rend quelque peu incertaine la valeur de référence. À l'origine, on a simplement considéré les « trois pays les plus performants » de l'UE comme ceux ayant les plus bas taux d'inflation. Mais, en 2004, la Commission a décidé d'exclure la Lituanie au motif que

« les pays à inflation négative ne sont pas jugés les plus performants sur le plan de la stabilité des prix » (Commission européenne, 2004). On ne sait donc pas si les pays où le taux d'inflation est positif, mais très modéré, le seraient ; or, cette hypothèse pourrait bien se vérifier si la récession mondiale s'avérait plus durable qu'on ne l'anticipe actuellement. Quoi qu'il en soit, la définition de la stabilité des prix aboutit à une cible mobile pour le respect de ce critère ; en effet, l'identité des pays « les plus performants » changera selon les périodes et il n'est pas possible de prévoir leur taux d'inflation avec certitude. Dans le passé, la valeur de référence a évolué entre un minimum de 1.9 % au deuxième trimestre de 1999 et un maximum de 3.3 % au deuxième trimestre de 2002. Les autorités islandaises devraient donc se préparer à modifier, le cas échéant, leur cible d'IPCH. Le succès de la candidature slovaque à l'entrée dans l'UEM montre que le ciblage de l'inflation est un assez bon moyen de guider la politique monétaire vers l'adhésion. Cela dit, les autorités nationales devront se tenir prêtes à réagir rapidement aux problèmes qui se poseront inévitablement (Brook, 2005 ; Huefner et Koske, 2008).

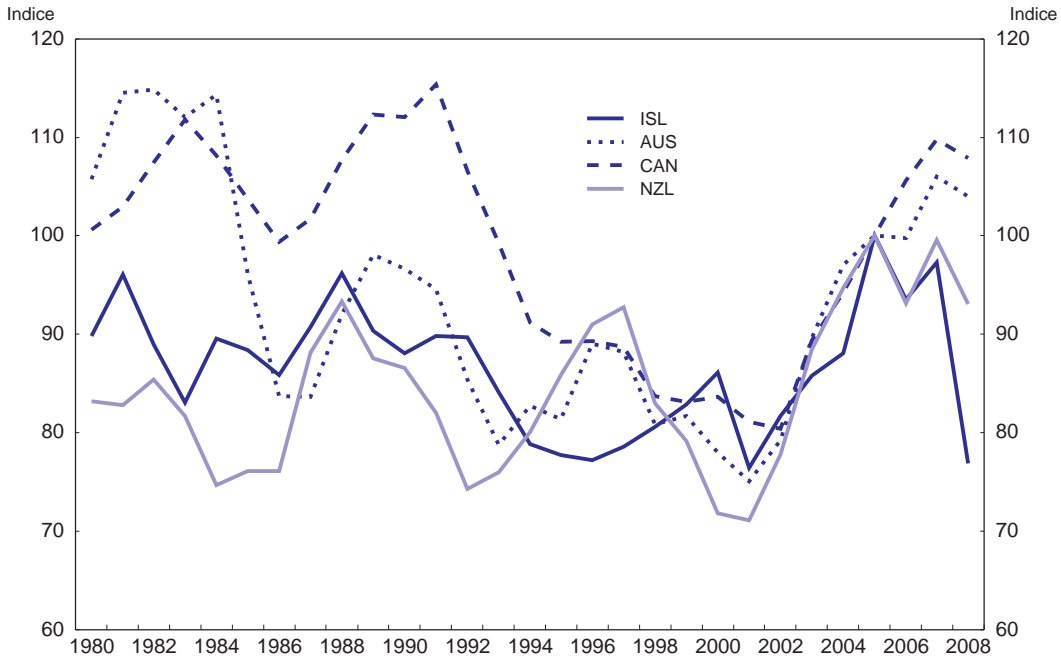
En vertu du traité de Maastricht, la stabilisation du taux de change est également une condition préalable à l'entrée dans la zone euro. Selon le critère de convergence du taux de change, la couronne islandaise doit participer au mécanisme de taux de change européen (MCE2) pendant au moins deux ans avant l'adhésion. Au cours de cette période, il faudra que la couronne respecte une marge de variation de 15 % de part et d'autre d'une parité centrale à déterminer. Les autorités devront donc bien s'assurer du caractère soutenable de la parité centrale retenue. Dans la situation actuelle, on ne sait guère ce que pourrait être le taux de change d'équilibre de cette monnaie. Bien que le taux de change réel soit très largement inférieur à sa moyenne passée, on ne peut écarter l'éventualité d'une nouvelle chute lors de la levée du contrôle des changes. Il serait donc préférable de laisser alors la monnaie flotter et de n'entrer dans le MCE2 qu'une fois le taux de change stabilisé.

Les autorités islandaises risquent d'être confrontées à une certaine tension entre les objectifs de stabilité des prix et de taux de change. La théorie de Balassa-Samuelson ne devrait pas autant se vérifier que pour les pays d'Europe de l'est candidats à l'UEM, car le PIB par habitant de l'Islande est déjà comparable à celui de la zone euro (Brook, 2005). Mais, comme l'aluminium et la pêche représentent l'essentiel des exportations du pays, son taux de change a tendance à suivre ceux des autres producteurs de matières premières, ce que ne fait pas l'euro (graphique 2.8). Dès lors, il est concevable que de fortes variations des prix de ces produits fassent sortir la couronne des marges de fluctuation du MCE2.

Le critère budgétaire du traité de Maastricht fait obligation à chaque pays candidat à l'entrée dans la zone euro de ne pas accuser un déficit budgétaire excessif – en principe défini comme supérieur à 3 % du PIB – et d'avoir une dette publique brute inférieure à 60 % du PIB ou s'approchant de ce chiffre. Actuellement, l'Islande est loin de respecter ces deux critères. Selon les prévisions les plus récentes, le déficit public dépassera largement 10 % du PIB en 2009 et la dette brute sera de l'ordre de 100 % du PIB. Comme l'indiquent le chapitre 1 et la suite du présent chapitre, l'Islande a conclu en novembre 2008 un accord de confirmation avec le FMI qui exige des mesures d'assainissement représentant à peu près 3 % du PIB par an jusqu'en 2013. Il est prévu que ce plan, que le gouvernement islandais s'engage à respecter, permette de dégager un excédent primaire en 2011 et un excédent global en 2013, ce qui induirait une forte tendance à la baisse de la dette publique. En bref, le redressement budgétaire sera certainement ardu, mais aussi conforme à une candidature d'adhésion à l'UEM. Au demeurant, une politique axée sur l'adoption de l'euro


Graphique 2.8. **Taux de change effectifs réels de l'Islande et d'autres producteurs de matières premières<sup>1</sup>**

2005 = 100



1. Mesurés avec l'IPC.

Source : OCDE, Principaux indicateurs économiques.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705384361273>

faciliterait la tâche des autorités en montrant bien les enjeux du retour à une situation budgétaire viable.

Le quatrième et dernier critère de Maastricht – la convergence du taux d'intérêt – ne devrait pas représenter un obstacle supplémentaire, tant que la politique monétaire et budgétaire correspond aux conditions d'entrée dans la zone euro. Des complications pourraient néanmoins apparaître dans l'hypothèse où la prime de risque souverain s'élèverait plus que ce que l'on envisage actuellement ; cela pourrait se produire si le contrôle des mouvements de capitaux restait en vigueur pendant plusieurs années ou si l'on ne parvenait pas à un accord mutuellement satisfaisant avec les créanciers des banques en faillite.

En conclusion, la participation à la zone euro apparaît comme la meilleure option à long terme pour la politique monétaire islandaise. L'évolution vers l'euro appellera des décisions difficiles, par exemple en ce qui concerne les négociations dans le secteur de la pêche. Mais, après l'entrée dans l'euro, le pays devrait beaucoup bénéficier de l'amélioration de la stabilité macroéconomique et de la réduction des taux d'intérêt réels. En même temps, certains nouveaux problèmes se poseront (à commencer par la nécessité de garder la maîtrise de l'inflation due au changement de monnaie, avec, par exemple, la tendance à arrondir les prix), tandis que les anciens resteront difficiles à résoudre (que ce soit la conduite d'une politique budgétaire anticyclique ou la gestion des fluctuations des prix des produits de base).

## D'importantes mesures d'assainissement budgétaire sont immédiatement nécessaires

Les autorités sont confrontées à un défi encore plus grand en matière budgétaire, car l'effondrement du système bancaire et la profondeur de la récession ont mis les finances publiques dans une situation grave. Selon les perspectives établies en mai 2009 par le ministère des Finances, la dette publique s'est déjà sensiblement accrue et devrait continuer à s'élever dans le courant de 2009 (tableau 2.1). Certes, cette vive hausse est surtout imputable au coût ponctuel de l'écroulement des banques ; mais, comme l'économie a amorcé un fort recul, les recettes publiques ont beaucoup diminué et les charges, en particulier au titre des indemnités de chômage, ont rapidement augmenté. Dans ces conditions, le solde budgétaire est devenu négatif en 2008, pour la première fois depuis 2003, à hauteur de 1.2 % du PIB (et le ratio déficit/PIB atteint près de 15 % si l'on inclut le coût de la recapitalisation de la BCI).

Tableau 2.3. **Finances des administrations publiques**  
(en % du PIB)

|                                      | 1995-02 | 2003-06 | 2007 <sup>1</sup> | 2008 <sup>1</sup> |
|--------------------------------------|---------|---------|-------------------|-------------------|
| Dette brute                          | 45.2    | 32.6    | 28.1              | 61.0              |
| Dette nette                          | 27.2    | 15.6    | 7.1               | 26.8              |
| Recettes                             | 41.4    | 45.4    | 47.9              | 43.4              |
| <i>dont</i> impôts                   | 35.1    | 39.1    | 40.7              | 36.0              |
| Charges                              | 42.1    | 43.3    | 42.5              | 44.6              |
| <i>dont</i> consommation<br>Publique | 22.9    | 25.0    | 24.3              | 24.6              |
| Solde financier                      | -0.7    | 2.1     | 5.4               | -1.2              |
| Solde primaire                       | 1.4     | 2.3     | 5.8               | -0.9              |

1. Chiffres préliminaires pour 2007 et 2008.

Source : Ministère des Finances, mai (2009).

La dégradation des finances publiques appelle la réaction ferme envisagée par les autorités. Bien que le lourd déficit actuel soutienne l'activité, il ne peut durer et un redressement améliorerait le dosage de la politique économique. Jusqu'à présent, l'action du gouvernement a été graduelle, comme le prévoit le programme du FMI. Au début de 2009, le taux forfaitaire de l'impôt sur le revenu a été porté de 22.75 % à 24.1 %, tandis que les collectivités locales ont relevé en moyenne leurs taux d'imposition de 12.97 % à 13.1 %. On estime le rendement de ces mesures à ½ pour cent du PIB. Parallèlement, le gouvernement a reporté des crédits – au titre de transferts, de dépenses de fonctionnement et d'investissement – qui avaient été budgétisés avant la crise ; ces économies représenteraient 2½ pour cent du PIB. En mai, on a procédé à de nouveaux relèvements de taxes – sur l'alcool, le tabac, l'essence et la circulation automobile – qui ont réduit encore le déficit à hauteur de ½ pour cent du PIB. Le gouvernement a soumis au Parlement à la fin du mois de juin un plan préliminaire d'assainissement à moyen terme pour 2009-2013 visant à équilibrer les finances publiques, la version finale de ce plan devant être présentée au Parlement en octobre 2009 en même temps que le projet de budget. Dans le cadre de ce plan, de nouveaux impôts ont été instaurés et les dépenses ont été encore réduites en 2009, les économies budgétaires étant de l'ordre de 1 % du PIB.

Les mesures de redressement prises jusqu'à maintenant vont dans le bon sens, et d'autres mesures correctrices devraient être mises en œuvre. Comme l'indique le

chapitre 1, le gouvernement a déclaré à plusieurs reprises qu'il s'engageait à respecter l'accord de confirmation conclu avec le FMI à la fin de l'année dernière. Sur le plan budgétaire, cet accord demande un effort représentant quelque 3 % du PIB par an jusqu'en 2013, dans le but de dégager un excédent primaire en 2011 et un excédent global en 2013. Les projections présentées en mai 2009 par le ministère des Finances lui-même correspondaient tout à fait à ce plan. Le plan budgétaire à moyen terme présenté en juillet se traduit par des économies budgétaires pour 2009 et prévoit des mesures radicales pour ces prochaines années, l'objectif étant de rétablir la viabilité des finances publiques conformément au programme économique convenu avec le FMI. Selon le plan, le Trésor islandais – l'administration centrale – devrait dégager un excédent primaire de 3.4 % du PIB en 2011 et de 8.6 % en 2013.

Pour poser les bases d'une reprise durable, il est indispensable que le déficit public respecte l'accord de confirmation avec le FMI. La situation des finances publiques, enviable jusqu'à la mi-2008, s'est rapidement dégradée après l'éclatement de la crise en fin d'année. Tout d'abord, le montant de la dette publique brute a bondi à quelque 100 % du PIB, notamment parce que l'État a pris à sa charge une partie des engagements des banques en faillite. Honorer la garantie des dépôts bancaires pourrait représenter en valeur actualisée une charge nette d'environ 17 % du PIB ; toutefois, l'État devra emprunter beaucoup plus (voir le chapitre 1) pour mettre en œuvre ces engagements en attendant la cession des actifs bancaires. L'incertitude demeure à propos du coût budgétaire définitif de l'effondrement des banques, et donc de l'importance de l'endettement public. La perspective de déficits à deux chiffres est aussi préoccupante. Assurément, ils découlent pour une part de facteurs transitoires, comme l'augmentation conjoncturelle des indemnités de chômage et la recapitalisation de la BCI, mais semblent largement structurels. Tout simplement, d'importantes sources de recettes ont disparu probablement pour de bon, tandis que la dynamique de la dette s'est aggravée. Le coût du service d'un endettement accru s'est beaucoup alourdi et devrait représenter environ 10 % du PIB en 2009-2010, contre 2.4 % en 2003-2007. Même ces projections ne tiennent pas compte du risque d'une envolée des taux d'intérêt sur les obligations d'État – qui sont restés remarquablement stables – après la levée du contrôle des changes. Les autorités ne devraient pas, en réfléchissant à l'orientation appropriée de la politique budgétaire, négliger le « risque de refinancement », c'est-à-dire l'éventualité que les marchés se détournent complètement de l'Islande. Tout ceci aboutit à conclure qu'il faut, pour rétablir la viabilité budgétaire, adopter un solide plan à moyen terme d'assainissement, comme celui prévu par l'accord de confirmation avec le FMI.

Le plan d'assainissement des finances publiques est aussi un pas décisif vers l'entrée dans la zone euro. Le traité de Maastricht exige que les finances publiques des pays candidats à l'UEM soient saines, ce qui n'est manifestement le cas de l'Islande. Comme pour beaucoup d'autres pays européens, l'objectif d'adhésion à la zone euro pourrait permettre l'avènement d'un consensus interne sur les mesures d'ajustement demandées par l'accord avec le FMI – qui correspondent aussi très bien aux critères d'adhésion à l'UE et à l'UEM – et la poursuite d'une politique budgétaire prudente au terme de l'exécution du programme du FMI. Après le lancement officiel de la candidature à l'UE, les autorités islandaises bénéficieront aussi d'une collaboration plus étroite avec Eurostat, qui supervisera l'élaboration des statistiques, notamment en matière de finances publiques. Cela devrait améliorer la qualité et la comparabilité de l'appareil statistique islandais, et donc concourir à restaurer la réputation internationale du pays.

Il conviendra aussi d'assurer une répartition équitable des mesures d'ajustement. Le gouvernement a l'intention de réduire le déficit budgétaire en recourant dans une proportion à peu près égale aux relèvements d'impôts et aux économies. Mais, dans les premières années, les contribuables seront davantage sollicités en raison des délais plus longs exigés par les réductions de dépenses. De ce fait, le reste du chapitre présente une série d'options – d'abord pour augmenter les recettes, puis pour contenir les charges – que le gouvernement pourrait envisager pour rétablir la viabilité budgétaire. Puisque qu'on considère généralement que les multiplicateurs budgétaires liés aux dépenses publiques sont supérieurs à ceux liés à l'impôt, au moins à court terme (bien que ce point soit loin d'être réglé dans la doctrine économique), il semble également plus prudent de mettre davantage l'accent au départ sur les recettes afin de ne pas trop freiner la reprise économique.

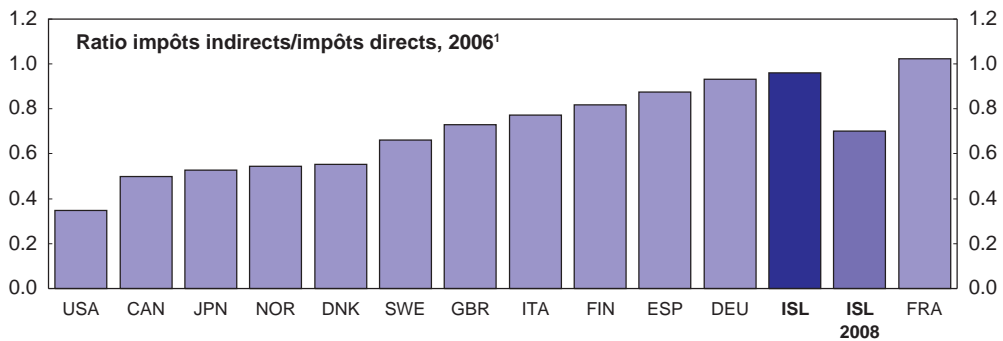
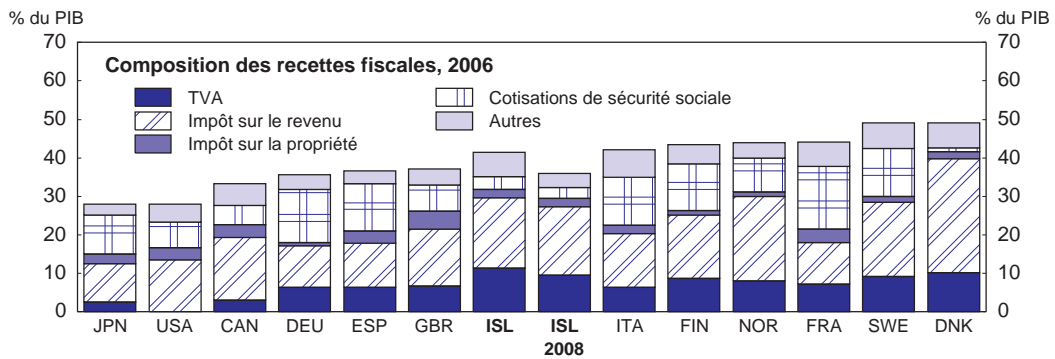
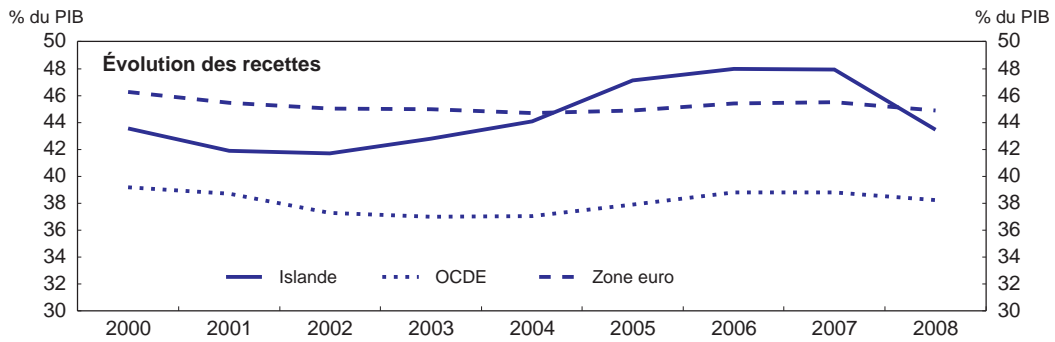
## Mesures visant à accroître les recettes publiques

### ***Inverser immédiatement les allègements d'impôt mis en œuvre pendant les années de forte expansion***

La crise financière et la grave récession économique ont des effets spectaculaires sur les sources de recettes de l'administration centrale et des communes islandaises. La contraction des recettes a été encore plus marquée que celle de l'activité économique du fait que les secteurs qui sont d'importants générateurs de revenu, comme la banque et l'immobilier, se trouvent à l'épicentre de la crise et que les dépenses de consommation, lourdement taxées, se sont effondrées (graphique 2.9). En même temps, il est probable que le gros des recettes fiscales en provenance du secteur financier est, pour une grande part, définitivement perdu – le nouveau secteur bancaire sera beaucoup plus restreint – et que les dépenses devront être réduites d'autant.

Les impôts ont été allégés à plusieurs reprises ces dernières années, en raison du dynamisme continu des recettes publiques (graphique 2.10). Les modifications apportées à la structure des impôts directs acquittés par les particuliers au cours de la décennie passée sont un exemple révélateur. L'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP), qui constitue la principale source de recettes, tant pour l'administration centrale que pour les communes, est prélevé à taux uniforme sur le revenu brut des résidents (hors revenus du capital) au-delà d'un certain seuil (qui est généralement indexé sur l'inflation). De 45.76 % en 2001, le taux de l'IRPP a été ramené à 35.72 % en 2007 et le seuil a eu tendance à ne pas être relevé à hauteur de l'inflation. La taxe sur la valeur ajoutée (TVA), autre source importante de revenu, a aussi été réduite. Si le taux normal de 24.5 % applicable à la plupart des biens et services a été maintenu constant, le taux réduit appliqué aux produits alimentaires et à un certain nombre d'autres articles est revenu de 14 % à 7 % en mars 2007. Dans le même temps, les droits d'accise frappant plusieurs produits alimentaires ont été supprimés et les droits à l'importation sur la viande ont été abaissés. Auparavant, en 2005, l'impôt sur la fortune avait été aboli ; et l'on pourrait citer d'autres exemples. De même, le taux de l'impôt sur les sociétés a été ramené de 30 % en 2001 à 18 % en 2007. L'impôt sur les sociétés, ainsi que d'autres prélèvements, ont été encore abaissés en 2008, les autorités, en dépit de signes d'une dégradation rapide de la situation économique, voulant renforcer l'attractivité de l'Islande comme centre d'affaires international. Malgré ces allègements, la croissance des recettes publiques a été supérieure à celle du PIB sur la période 2002-2007 (graphique 2.9).

Graphique 2.9. Recettes publiques : évolution récente et composition

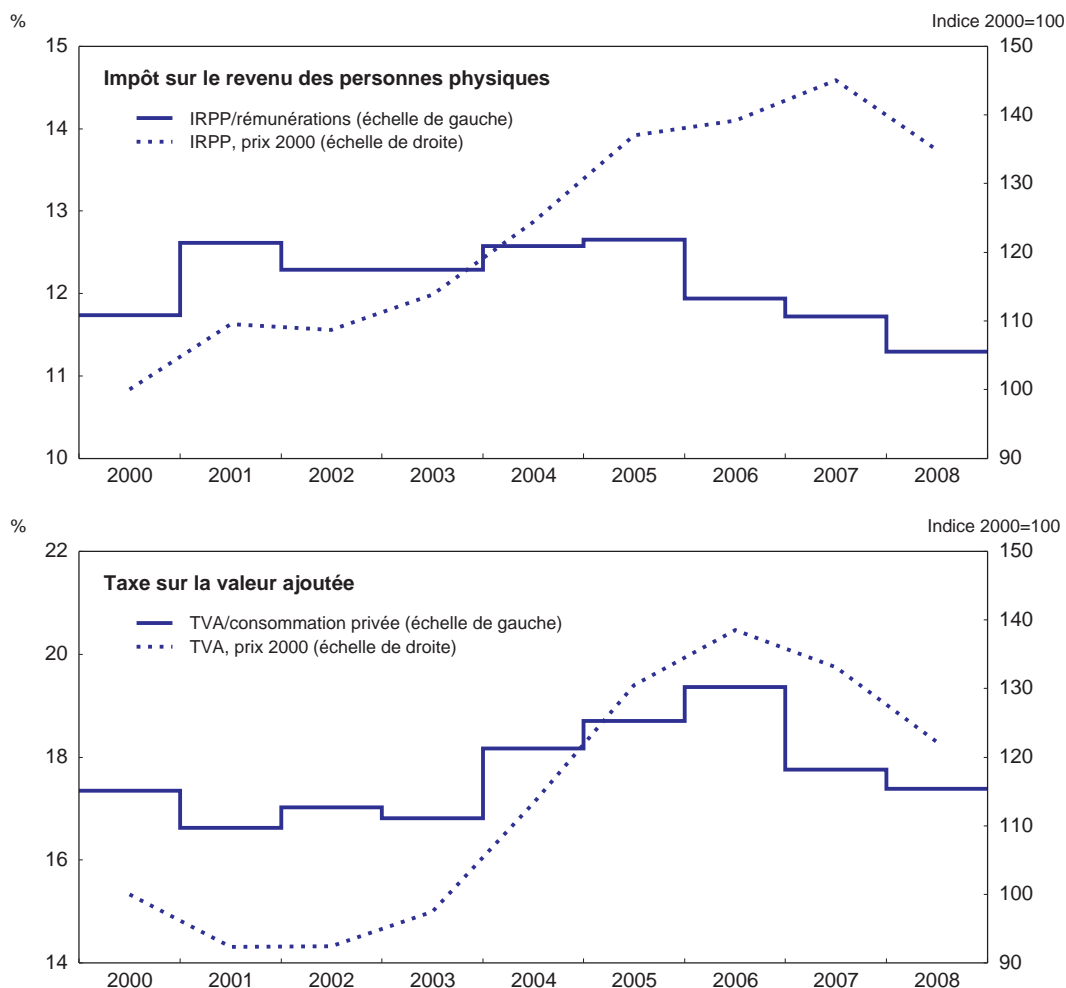


1. Impôts sur les biens et services, divisés par les impôts sur le revenu, sur les bénéfices et sur les plus-values.  
 Source : OCDE, Base de données sur les recettes fiscales et estimations calculées par le Secrétariat à partir des chiffres provisoires pour 2008 communiqués par l'Office statistique d'Islande.


StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/705385658655>

Certains de ces allègements fiscaux paraissaient peut-être justifiés à l'époque parce qu'on pensait que la forte expansion des recettes durerait toujours. Cependant, comme il a été indiqué dans l'*Étude économique de 2008*, les réductions d'impôts de 2007 ont été mises en œuvre à un moment – juste avant les élections générales – où l'orientation de la politique monétaire avait été déjà resserrée en raison d'une surchauffe et d'autres déséquilibres macroéconomiques. L'assouplissement de l'action budgétaire au point haut du cycle a été une erreur ; de ce fait, il faudra majorer les impôts durant la récession. D'une manière plus générale, même si l'assainissement des finances publiques a été considérable entre 2002 et 2007, il apparaît, surtout rétrospectivement, que les autorités auraient dû aller plus loin, en faisant davantage contrepoids à l'explosion insoutenable de la demande intérieure privée.



Graphique 2.10. **Produit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et de la taxe sur la valeur ajoutée collecté par l'administration centrale**

Source : Ministère des Finances.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705401841065>

Comme l'a annoncé le gouvernement, pour assainir le budget, il faudrait commencer par inverser les allègements d'impôts mis en œuvre au cours de la décennie passée, que l'Islande ne peut plus se permettre. Par-dessus tout, l'IRPP et la TVA devraient être remontés à leurs niveaux d'il y a quelques années. Il est possible aussi de relever les taux de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et sur les revenus du capital et de rétablir l'impôt sur la fortune. Comme on l'a vu plus haut, sous la pression des perspectives de dégradation des finances publiques, le gouvernement a pris des mesures allant dans ce sens. L'IRPP forfaitaire a été relevé de 1 % au début de 2009 et les droits d'accise ont été majorés à deux reprises depuis le début de la crise. De nouvelles mesures ont été mises en place en juillet et d'autres sont prévues dans le plan d'assainissement budgétaire. Pour augmenter les recettes de l'IRPP, une surtaxe de 8 % a été introduire pour les hauts revenus. De nouvelles mesures s'imposent cependant.

### **Améliorer à terme le système fiscal**

Les autorités budgétaires devront sans doute chercher d'autres sources de recettes car l'inversion prévue des allègements fiscaux passés ne suffira pas. Parmi les autres mesures

possibles, il faudrait donner priorité à celles qui causent le moins de distorsions dans l'économie. À cette fin, s'alignant sur bon nombre de ses voisins nordiques, l'Islande pourrait taxer les émissions de dioxyde de carbone et d'autres gaz à effet de serre. Une taxe carbone produirait des recettes substantielles et découragerait aussi la consommation de biens et de services plus nuisibles pour l'environnement. Le cas de la Suède donne une idée de l'ordre de grandeur des effets produits. Dans ce pays, la taxe sur le dioxyde de carbone rapporte un peu plus de 3 % des recettes fiscales de l'administration centrale (soit près de 1 % du PIB). Il existe aussi une taxe automobile annuelle qui dépend, entre autres facteurs, du volume de dioxyde de carbone émis par le véhicule. Grâce à ces dispositifs et d'autres, notamment de généreuses subventions en faveur de la production d'énergies de remplacement, un rapport officiel de 2007 a établi que les émissions suédoises de gaz à effet de serre avaient baissé de près de 10 % depuis les années 90, époque de l'entrée en vigueur de la taxe carbone. Pour l'Islande, où le niveau des émissions de gaz à effet de serre est légèrement inférieur à celui de la Suède même compte tenu de la taille de l'économie, l'application d'une taxe sur le dioxyde de carbone, du même type que celle qui existe en Suède, pourrait rapporter l'équivalent de  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB.

De façon plus générale, il est possible aussi de réformer le système fiscal. Tout d'abord, la relative simplicité du système islandais est partiellement compensée par l'existence de deux prestations qui sont payées par le biais du système fiscal : la prestation pour enfant à charge et la déduction au titre des intérêts sur les prêts immobiliers. La prestation pour enfant à charge pourrait être mieux ciblée sur les ménages à revenu modeste. Actuellement, chaque parent ayant un revenu équivalent à 15 000 USD (1 800 000 ISK) reçoit environ 1 200-1 500 USD (152 000-181 000 ISK) par enfant, montant qui diminue jusqu'à zéro pour les revenus plus élevés. Le seuil de revenu pour la réduction de la prestation étant d'à peu près 40 % du PIB par habitant en 2009, une grande partie de la classe moyenne peut profiter du régime. Il est donc possible d'abaisser le seuil de revenu sans toucher les catégories défavorisées. De même, la déduction au titre des intérêts hypothécaires offre un allègement fiscal considérable à la classe moyenne. Au début de 2009, face à l'envolée des paiements d'intérêts nominaux due à la montée de l'inflation et à l'effondrement de la couronne, le régime a été étendu afin d'aider une proportion croissante de propriétaires en difficulté. Si cette mesure a pu être justifiée par la crainte raisonnable de voir le nombre de défauts sur crédits hypothécaires augmenter rapidement, il est évident aussi qu'elle a profité grandement à ceux qui n'en avaient pas besoin, et cela fait un grand trou dans les finances publiques. Une fois que l'économie redémarrera et que les ménages se seront adaptés à des paiements d'intérêts plus lourds, il faudrait réduire rapidement le crédit d'impôt au titre des intérêts payés sur les prêts immobiliers. De plus, comme l'indiquaient les précédentes *Études*, les autorités devraient réfléchir à la possibilité de supprimer ce dispositif, qui incite exagérément les ménages à accéder à la propriété et à s'endetter lourdement et fausse les décisions d'investissement en décourageant les dépenses d'équipement qui permettraient d'améliorer la productivité des entreprises. On pourrait apporter aux ménages à bas revenu un niveau d'aide équivalent en subventionnant directement leur achat de logement ou en développant le programme de logements sociaux. Le programme d'assainissement de juillet prévoit à cet effet l'application de conditions plus strictes de ressources pour la prestation pour enfant et pour la déduction des intérêts hypothécaires.

À terme, des réformes plus fondamentales pourraient être engagées pour améliorer l'efficacité du système et permettre d'alourdir la fiscalité sans brider la croissance. À cette fin, on pourrait élargir l'assiette de l'impôt, appliquer de nouvelles taxes correctives et combler les lacunes de la législation fiscale. Il paraît, par exemple, tout à fait possible de réduire le nombre de catégories de biens et de services exonérés de TVA. Conformément à la législation actuelle, les catégories les plus couramment exemptées sont les services de santé, les services sociaux, l'éducation, les bibliothèques et l'art, les sports, le transport de passagers, les services postaux, la location d'immeubles et d'espaces de stationnement, les services bancaires et les assurances. S'il est vrai que certaines de ces exonérations sont parfaitement justifiées (pour les services sociaux et de santé, par exemple), les autorités islandaises devraient réexaminer ce traitement fiscal privilégié.

### **Assurer le financement adéquat du système d'indemnisation du chômage**

La hausse marquée du taux de chômage soumet le régime d'indemnisation à de fortes pressions, qui ne feront que s'intensifier si la récession s'aggrave comme prévu. Les autorités prévoient que la caisse d'assurance chômage sera vide avant la fin de 2009. Selon la Direction du travail, il faut 21.5 milliards ISK (environ 1.5 % du PIB de 2009) pour maintenir le système d'indemnisation cette année et l'an prochain. C'est pourquoi, en vertu d'une nouvelle législation adoptée en juin, l'impôt comblera le déficit de financement de l'assurance chômage.

Le tarissement prochain des fonds de la caisse d'assurance chômage s'explique par une rapide dégradation de la situation du marché du travail. Auparavant, il y a plus de trente ans, la performance du marché du travail de l'Islande était remarquable – depuis 1991, en moyenne, plus de 80 % de la population adulte avait un emploi – en raison notamment d'un indice peu élevé de restrictivité de la LPE (encadré 2.3). Le taux de chômage déclaré, qui n'avait pas dépassé 2 %, en moyenne, sur la période 1980-2008 et qui, en 2007 encore, était inférieur à 1 %, a fait un bond tout de suite après l'éclatement de la crise et, en juin, il atteignait 8.1 %. Le régime d'assurance chômage, qui était financé jusqu'en juillet 2009 par un impôt relativement faible (0.65 %) sur les salaires, n'a pas été conçu pour indemniser un si grand nombre de chômeurs.

Les autorités islandaises prennent les mesures qui s'imposent pour assurer la continuité du paiement des indemnités de chômage. Tout d'abord, le régime d'indemnisation ne paraît pas excessivement généreux, surtout si l'on considère que le taux de chômage devrait rester élevé assez longtemps. La prestation servie ne dépasse pas 70 % du dernier salaire pendant les trois premiers mois de chômage, et le montant est réduit et fixe pour les trois mois suivants. Après cela, ceux qui restent sans emploi, s'ils remplissent les conditions requises, sont versés dans les régimes sociaux généraux. En outre, les bénéficiaires d'indemnités de chômage sont tenus de participer à des programmes actifs du marché du travail et sont fortement dissuadés de refuser les emplois offerts par l'agence publique pour l'emploi – chaque refus entraîne la perte des prestations pendant quarante jours. Par ailleurs, la Direction du travail, en accord avec les partenaires sociaux, utilise les ressources de la caisse pour décourager les licenciements. En mai, 20 % des personnes recevant des indemnités (réduites) de chômage travaillaient à temps partiel. Enfin, et ce n'est pas le moins important, réduire au minimum les coûts sociaux de la crise aidera aussi à créer le consensus politique en faveur des indispensables mesures de consolidation budgétaire.

Pour réunir les ressources destinées à combler le déficit de la caisse d'assurance chômage, il faudra aussi augmenter les cotisations. L'impôt sur les salaires a été porté à un

niveau permettant d'équilibrer les comptes de la caisse au cours du cycle économique. Une autre solution serait de financer le système d'assurance chômage par un impôt sur les licenciements. Comme le font valoir Banchard et Tirole (2003, 2008), l'imposition des salaires n'est pas la bonne solution, pour deux raisons : l'absence de taxe sur les licenciements fait que les entreprises n'internalisent pas les coûts de l'assurance et, en augmentant les coûts de main-d'œuvre, les impôts sur les salaires incitent à licencier des travailleurs. Par ailleurs, pour maintenir la caisse à flot, il faudrait réfléchir aussi à la possibilité de calculer les prestations en fonction des ressources des bénéficiaires.

## Mesures visant à contenir les dépenses publiques

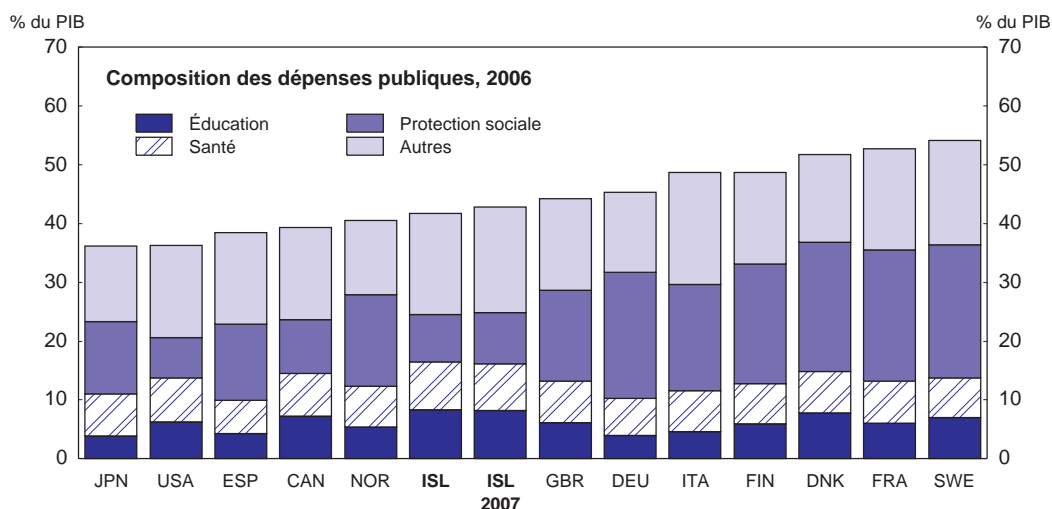
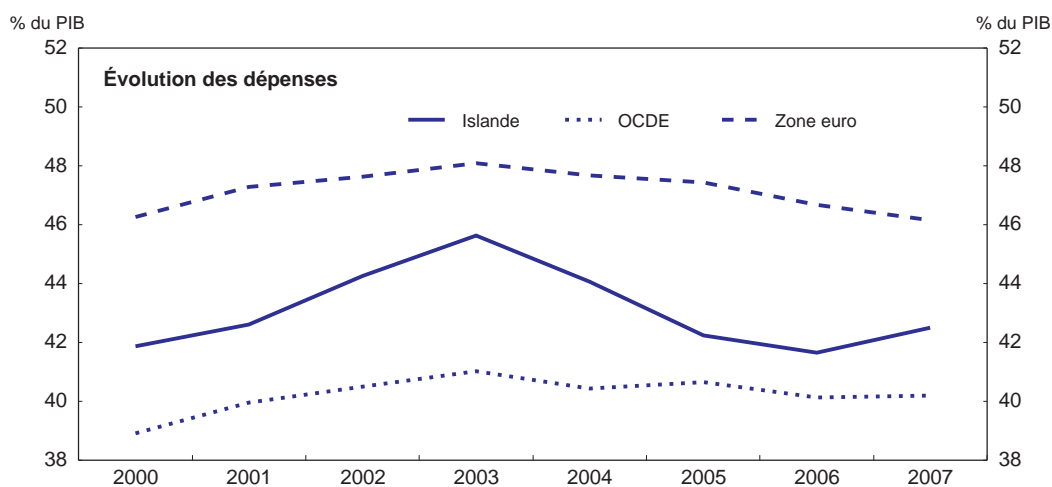
### ***Freiner les salaires et l'investissement dans le secteur public***

L'assainissement prévu des finances publiques nécessitera aussi d'importantes compressions des dépenses publiques. Ces dernières années, ces dépenses ont progressé au même rythme que le PIB (graphique 2.11). Maintenant que l'économie s'est fortement contractée, changement qui ne paraît pas devoir s'inverser, il va falloir élaguer notablement les dépenses publiques. Il est peut-être difficile, il est vrai, de les réduire rapidement, mais le gouvernement devrait préciser les modalités de l'action qu'il entend mener pour limiter les dépenses au cours des quelques prochaines années.


Tout comme pour les impôts, les domaines de dépenses qui ont connu une rapide croissance durant les années de vigoureuse expansion sont ceux sur lesquels il faut chercher à économiser car ils n'étaient pas considérés comme prioritaires lorsque l'Islande était moins prospère, ce qui est de nouveau le cas aujourd'hui. Les salaires et l'investissement dans le secteur public ont augmenté rapidement ces dernières années et, par conséquent, des coupes s'imposent maintenant, ce que prévoit de faire le gouvernement. Ces compressions permettraient aussi de réaliser des économies substantielles dans le court terme, tandis que d'autres plans – qui seront examinés dans la suite du chapitre – pourraient limiter les dépenses publiques à plus long terme. Les salaires réels dans la fonction publique ont été gonflés sensiblement au cours des années passées du fait que le secteur financier, alors en pleine expansion, a accru la demande de travailleurs plus qualifiés. En moyenne, sur la période 2003-07 (voir le graphique 1.16), la hausse des salaires réels dans le secteur public a dépassé celle des rémunérations du secteur privé de 2.7 % par an. La rétention de main-d'œuvre ne posant plus de problème et les salaires représentant une part importante des dépenses publiques, un gel, voire une diminution, des rémunérations nominales dans le secteur public réduirait notablement les dépenses publiques réelles, au moins en 2009. En tout état de cause, eu égard au fait que la plupart des salariés du secteur public ne risquent pas de perdre leur emploi, il faudrait que leurs salaires augmentent beaucoup moins que ceux du secteur privé, au moins jusqu'à ce que les objectifs de consolidation budgétaires soient atteints. De même, l'investissement public, qui a progressé à un taux annuel moyen de près de 12 % sur la période 2003-2007 (voir le graphique 1.12), devrait aussi être limité autant que possible. À cette fin, le gouvernement, comme prévu, devrait envisager d'appliquer un moratoire à tous les projets d'infrastructure publics qui n'ont pas un caractère essentiel.

### ***Améliorer le cadre de la politique budgétaire***

Des économies appréciables pourraient aussi être réalisées au fil du temps en améliorant le cadre de la conduite de l'action budgétaire. Comme on l'a vu dans l'*Étude*

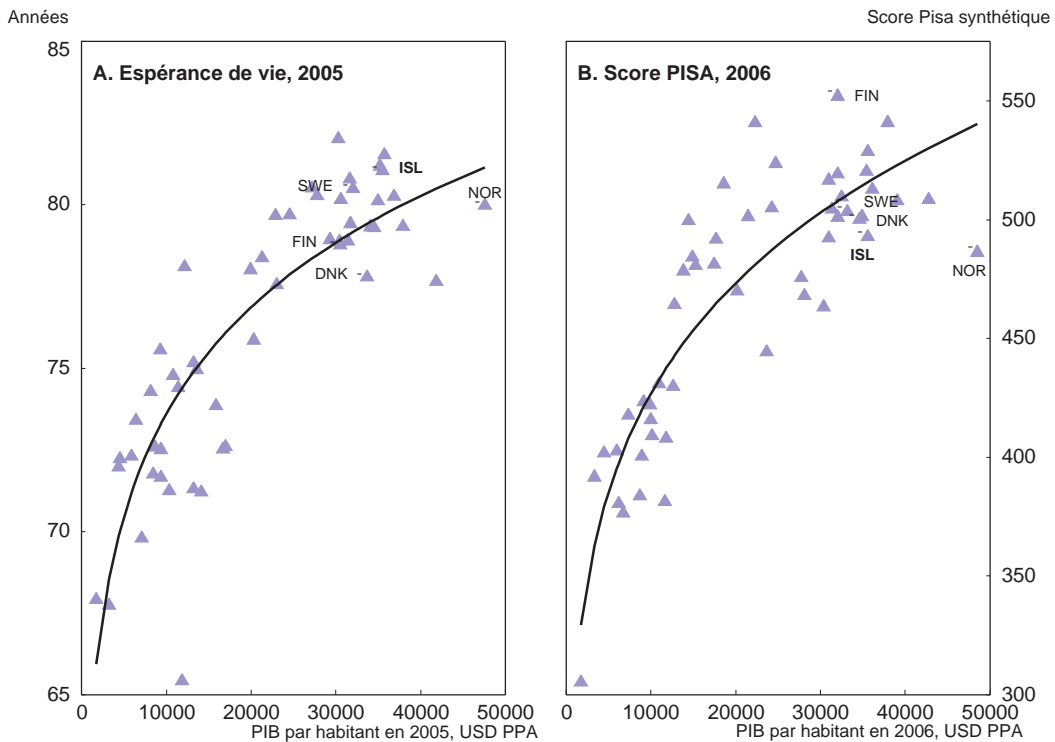
Graphique 2.11. **Dépenses publiques : évolution récente et composition**

Source : OCDE, *Comptes nationaux* et estimations calculées par le Secrétariat à partir des chiffres provisoires pour 2008 communiqués par l'Office statistique d'Islande.


StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705448356516>

économique de 2008, dans le passé, les dépenses publiques ont souvent augmenté plus vite que prévu par les autorités. En 1992, un système de « cadrage budgétaire » fondé sur une approche descendante a été mis en place afin de fixer des plafonds de dépenses pour chacun des ministères et des organismes publics complété par l'adoption de règles de dépenses, plafonnant la croissance de la consommation publique réelle et des transferts réels. Cependant, la discipline budgétaire a laissé à désirer. La Cour des comptes a fait observer à maintes reprises que de nombreux ministères et organismes publics avaient largement dépassé leur budget année après année. En 2006, elle a établi que pour deux tiers de quelque 300 postes budgétaires, la marge de divergence de 4 % autorisée par les règles d'exécution du budget avait été franchie, ce qui va clairement à l'encontre des objectifs affichés par le gouvernement. Dans la pratique, ces règles de dépenses semblent avoir été davantage un exercice de prévision qu'un instrument de restriction budgétaire. Aucun mécanisme n'étant en place pour garantir la réalisation des objectifs visés, chaque budget annuel était généralement une mise à jour du précédent programme à moyen terme, avec

Graphique 2.12. Performance dans les domaines de la santé et de l'éducation



Source : Banque mondiale, base de données WD ; OCDE, résultats du PISA.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705502058683>

un niveau de dépenses plus élevé. Si le manque de discipline budgétaire n'a pas forcément été perçu comme un problème urgent lorsque l'économie était prospère et que les recettes publiques croissaient rapidement, ce n'est plus le cas aujourd'hui.

Il ne faut pas retarder davantage l'amélioration du cadre de l'action budgétaire. Il sera beaucoup moins difficile de parvenir à l'assainissement des finances publiques convenu dans le cadre de l'accord de confirmation avec le FMI si les plafonds de croissance des dépenses sont respectés. À cette fin, il faudrait obliger les ministères et les organismes publics à rattraper sur les années suivantes tout dépassement des plafonds autorisés ; de même, ils devraient avoir la possibilité de reporter des crédits non utilisés, évitant ainsi des gaspillages en fin d'année. Il faudrait en outre conférer davantage de pouvoirs à la Cour des comptes pour contrôler l'exécution du budget. À plus long terme, les gestionnaires responsables devront avoir une plus grande autonomie et être tenus responsables de la réalisation des objectifs.

Le gouvernement devrait annoncer des plafonds de dépenses et des objectifs budgétaires globaux pour plusieurs années. Le respect de ces objectifs devrait être vérifié régulièrement, et les résultats portés à la connaissance du public. Il faudrait pénaliser les responsables qui ne se conforment pas aux objectifs et récompenser ceux qui les atteignent. La transparence serait accrue si les plafonds de dépenses étaient fixés en termes nominaux et non en termes réels comme dans le passé, ce qui aiderait l'administration à mieux intégrer l'objectif de maîtrise de l'inflation. Si les autorités sont déterminées à faire entrer l'Islande dans la zone euro, les dépenses publiques, et plus particulièrement les rémunérations du secteur public, doivent augmenter à un rythme compatible avec l'objectif d'inflation fixé par la Banque centrale, ce qui, souvent, n'a pas

été le cas dans le passé. L'adoption d'un plan de budgétisation pluriannuelle en termes nominaux non seulement accentuerait l'orientation à moyen terme de la politique de dépenses et de la discipline budgétaire, mais renforcerait aussi la contribution de l'action budgétaire à la stabilisation macroéconomique.

### **Mettre en œuvre des réformes structurelles visant à réduire les coûts**

Dans le cadre de l'effort de consolidation budgétaire, il faudra aussi restreindre de façon draconienne les grands programmes nationaux de dépenses publiques. Comparées à celles des autres pays, les dépenses publiques de l'Islande en matière de santé et d'éducation sont élevées en proportion du PIB (graphique 2.11). Par ailleurs, la performance relative de l'Islande – mesurée par le résultat rapporté au PIB par habitant – dans les secteurs de la santé et, surtout, de l'éducation, indique que des réformes structurelles seraient possibles dans ces domaines (graphique 2.12). Il faut reconnaître que ce sera-là une tâche difficile pour les autorités islandaises car les coupes dans les dépenses de santé et d'éducation ne sont jamais populaires politiquement. Cela étant, les réformes devront être conçues de manière à obtenir les mêmes résultats à moindre coût.

Bien entendu, il faut veiller à maintenir la haute qualité des soins et l'état de santé enviable de la population islandaise. L'espérance de vie en Islande est l'une des plus élevées au monde. La mortalité périnatale et infantile est la plus faible et la mortalité maternelle est quasiment nulle. Les Islandais peuvent compter rester en bonne santé pendant environ 90 % de leur (longue) vie. Les récents indicateurs de la qualité des soins (les taux de survie pour certaines maladies et les taux de décès à l'hôpital, par exemple) font aussi apparaître l'Islande sous un jour très favorable. Cependant, selon certaines estimations économétriques, qui prennent en compte toute une panoplie de déterminants de la santé, il semble que, en raison de rendements d'échelle décroissants, toute amélioration marginale de la santé s'obtient à un prix très élevé, alors qu'il devrait être possible de maintenir l'excellent état de santé existant à des niveaux nettement plus bas d'utilisation des ressources et des dépenses. De fait, même si la géographie et la répartition de la population de l'Islande justifient probablement une proportion supérieure à la moyenne de travailleurs de la santé, les effectifs de personnel semblent excessifs par rapport à ceux des autres pays.

Dans l'*Étude économique de 2008 sur l'Islande*, plusieurs solutions ont été recommandées pour accroître l'efficacité des dépenses dans le secteur de la santé (OCDE, 2008 ; Suppanz, 2008). Il faudrait tout d'abord lever les obstacles à la prestation de services privée, qui ne représente qu'un quart des services de santé financés sur fonds publics, et ouvrir le secteur à la concurrence. Cependant, lorsque des services sont confiés au secteur privé, les autorités doivent avoir les compétences et les ressources nécessaires pour concevoir des contrats appropriés et suivre les résultats. Pour éviter qu'un choix élargi pour les consommateurs ne stimule outre mesure la demande de services, il faudrait mettre en place des systèmes de partage des coûts lorsqu'il n'y en a pas (dans les hôpitaux) et réformer ceux qui existent déjà lorsqu'ils n'incitent pas suffisamment à l'économie (dans le cas des produits pharmaceutiques, par exemple). Par ailleurs, ou comme autre solution, les autorités pourraient envisager de mettre en place une sorte de systèmes de médecins référents qui dirigeraient les patients vers le niveau de soins le plus approprié. Une autre priorité devrait être l'accélération de la mise en œuvre du mécanisme de financement à l'activité dans les hôpitaux, qui représentent une part importante des dépenses de santé en Islande. Au sein d'un cadre réglementaire solide, des systèmes de paiements préétablis, fondés sur la production, peuvent encourager les prestataires à réduire les coûts au minimum sans dégradation des

soins dispensés aux patients si les prix sont correctement fixés et s'il existe un contrôle adéquat de la qualité. Les autorités devraient aussi mettre à profit la possibilité qu'offre un degré élevé de centralisation pour améliorer l'efficacité. Il faut à l'évidence hiérarchiser les dépenses publiques de santé en fonction d'une analyse coût-avantage des différents types de services. Le gouvernement devrait par ailleurs faire plus grand usage du pouvoir qu'il a, en tant que principal acheteur de services de santé, pour réduire les coûts, en exerçant une pression à la baisse sur les prix ou en privilégiant le recours à des services moins onéreux.

Certes, il est très difficile d'évaluer l'économie que permettrait la mise en œuvre de ces réformes. Une méthode souvent utilisée pour mesurer l'efficacité des dépenses sociales est l'analyse d'enveloppement des données, technique qui permet d'estimer une frontière d'efficacité en rapportant transversalement les résultats sociaux en question à divers intrants monétaires et non monétaires (encadré 2.4). Pour les dépenses de santé, les résultats sont généralement mesurés approximativement par l'espérance de vie à la naissance, tandis que les dépenses totales de santé par habitant, le PIB par habitant et la consommation de fruits et légumes par habitant servent de variables d'intrants (Joumard *et al.*, 2008). Les écarts par rapport à la frontière d'efficacité estimée révèlent l'existence d'éléments d'inefficacité. En particulier, c'est l'« efficacité des intrants » – c'est-à-dire l'agrégat minimum d'intrants nécessaire pour obtenir une production donnée – qui donne la mesure pertinente des économies potentielles à réaliser.

Les estimations fondées sur l'analyse d'enveloppement des données indiquent que l'Islande pourrait réduire ses dépenses de moitié sans compromettre les résultats du secteur de la santé si elle arrivait à atteindre la frontière d'efficacité (graphique 2.14). Atteindre la frontière d'efficacité est cependant un objectif hors de portée pour l'Islande, du moins dans l'avenir prévisible. Aucun pays ne se trouve à la frontière d'efficacité du fait que les estimations de l'efficacité sont calculées à l'aide d'une méthode qui corrige le biais lié à la petite taille de l'échantillon. C'est pourquoi une comparaison avec le niveau d'efficacité atteint dans les autres pays de l'OCDE, et non avec la frontière estimée, pourrait donner une mesure plus raisonnable des économies potentielles à attendre des réformes visant à réduire les coûts qui ont été examinées plus haut. Si l'on suppose que ces réformes pourraient rehausser l'efficacité des intrants dans le système de santé islandais, en la portant de son niveau actuel – proche de la moyenne de la zone OCDE – à celui de l'Espagne (la Finlande n'en est pas loin), qui est le premier quartile dans la distribution, il serait possible d'économiser 17,5 % des dépenses tout en maintenant le même état de santé. Les dépenses publiques de santé s'étant établies, en moyenne, à environ 8 % du PIB ces dernières années, cela signifie qu'une économie annuelle de 1½ pour cent du PIB pourrait être réalisée à terme sans compromettre les résultats.

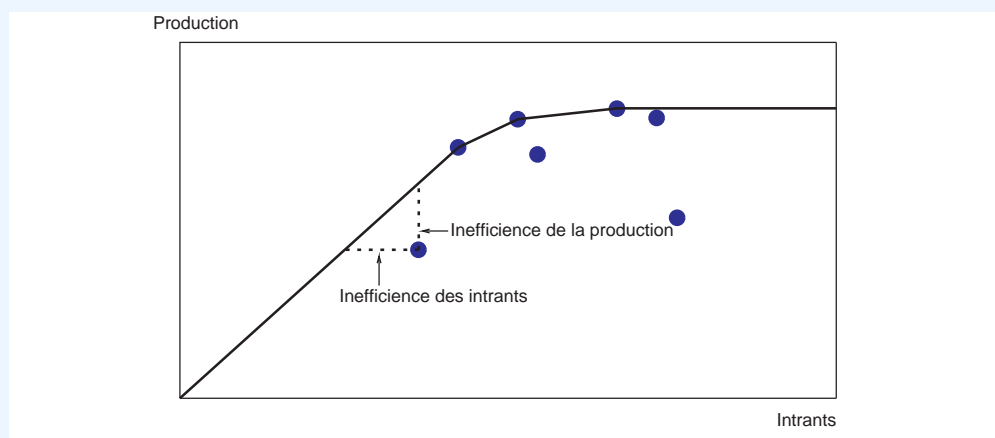
#### Encadré 2.4. Mesurer l'efficacité des dépenses sociales

L'analyse réalisée pour ce chapitre a pour but d'estimer une frontière d'efficacité qui rapporte les résultats des systèmes de santé et d'éducation aux intrants monétaires et non monétaires : c'est la méthode d'enveloppement des données, fondée sur les travaux réalisés par le Secrétariat dans Sutherland *et al.* (2007), Joumard *et al.* (2008) et, tout récemment, dans le contexte de l'*Étude économique de 2008 sur le Mexique* (OCDE, 2009b ; pour un compte rendu plus complet, voir Schwellnus, 2009). Cette méthode utilise des techniques de programmation linéaire pour construire une frontière à partir des observations les plus efficaces, qui « enveloppent » les observations moins efficaces (graphique 2.13).




Encadré 2.4. **Mesurer l'efficacité des dépenses sociales** (suite)Graphique 2.13. **Frontières d'efficacité**

Rendements d'échelle constants



Source : Sutherland et al. (2007).

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705504176054>

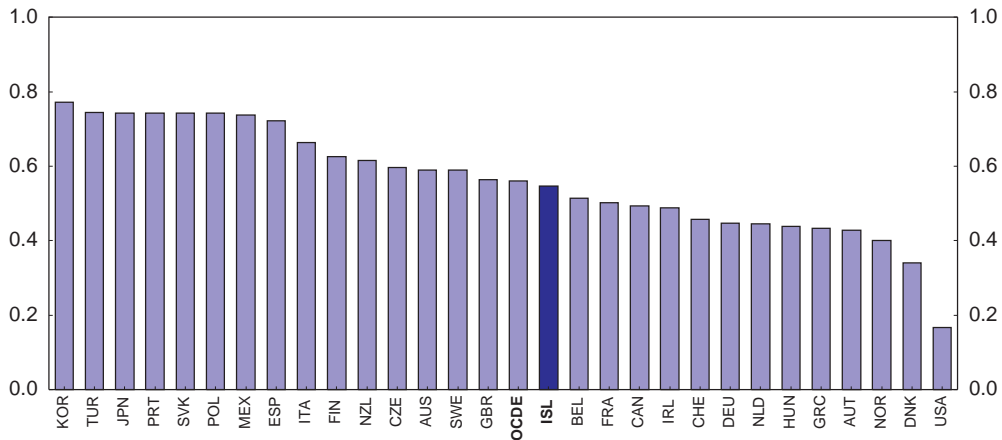
La méthode établit une distinction entre l'efficacité des intrants et des extrants et l'efficacité technique et allocative. L'efficacité des intrants requiert l'utilisation d'un agrégat minimum d'intrants pour obtenir une production donnée, tandis que l'efficacité des extrants exige un volume maximum de production avec un agrégat donné d'intrants. L'efficacité allocative est plus pertinente que l'efficacité technique puisqu'elle requiert une réduction au minimum des coûts ou une maximisation des avantages. Dans le présent chapitre, l'efficacité des intrants est utilisée dans le sens d'efficacité allocative pour mesurer l'efficacité des dépenses sociales en Islande. C'est le concept approprié pour le cas de l'Islande en ce sens que, au lieu de chercher à réduire au minimum les manques dans les résultats en matière de santé et d'éducation, le principal objectif des autorités islandaises consiste à diminuer les coûts tout en maintenant les résultats actuels. L'efficacité technique permet de tirer des conclusions sur l'utilisation efficace des intrants physiques dans le domaine de la santé, mais non sur l'efficacité des dépenses.

S'il est vrai que l'analyse d'enveloppement des données donne une mesure intéressante de l'efficacité des dépenses, elle présente un certain nombre d'inconvénients auxquels il faut remédier dans son application pratique.


- **Sensibilité aux échantillons de petite taille.** Si l'échantillon est de petite taille, le niveau d'efficacité sera sans doute surestimé car le pays le plus efficace ne sera probablement pas pris en compte dans l'échantillon. Les scores d'efficacité indiqués dans le présent chapitre sont donc corrigés du biais lié aux échantillons de petite taille par la technique du « bootstrap » proposée par Simar et Wilson (1998, 2000). Il est à noter que, du fait de la correction, aucun pays ne se trouve sur la frontière d'efficacité.
- **Sensibilité au nombre d'intrants pris en compte et à la forme de la frontière d'efficacité.** Seul un nombre limité d'intrants peut être pris en compte dans l'estimation et il faut émettre une hypothèse sur les économies d'échelle dans la production. Les scores d'efficacité indiqués dans le présent chapitre résistent aux divers contrôles de sensibilité sur les intrants pris en compte et les économies d'échelle. Pour des raisons de plausibilité économique, seuls les scores d'efficacité utilisant l'hypothèse de rendements d'échelle constants sont indiqués.

Encadré 2.4. **Mesurer l'efficacité des dépenses sociales** (suite)

- **Sensibilité aux valeurs aberrantes.** Un pays qui présente une combinaison atypique d'intrants et d'extrants sera probablement classé comme efficace car il n'y a pas de pays de comparaison appropriés dans l'échantillon. Aussi les pays en développement – notamment dans Schwellnus (2009) – ne figurent-ils pas dans l'échantillon utilisé pour les résultats indiqués dans le présent chapitre.

Graphique 2.14. **Efficacité des intrants dans le système de santé**

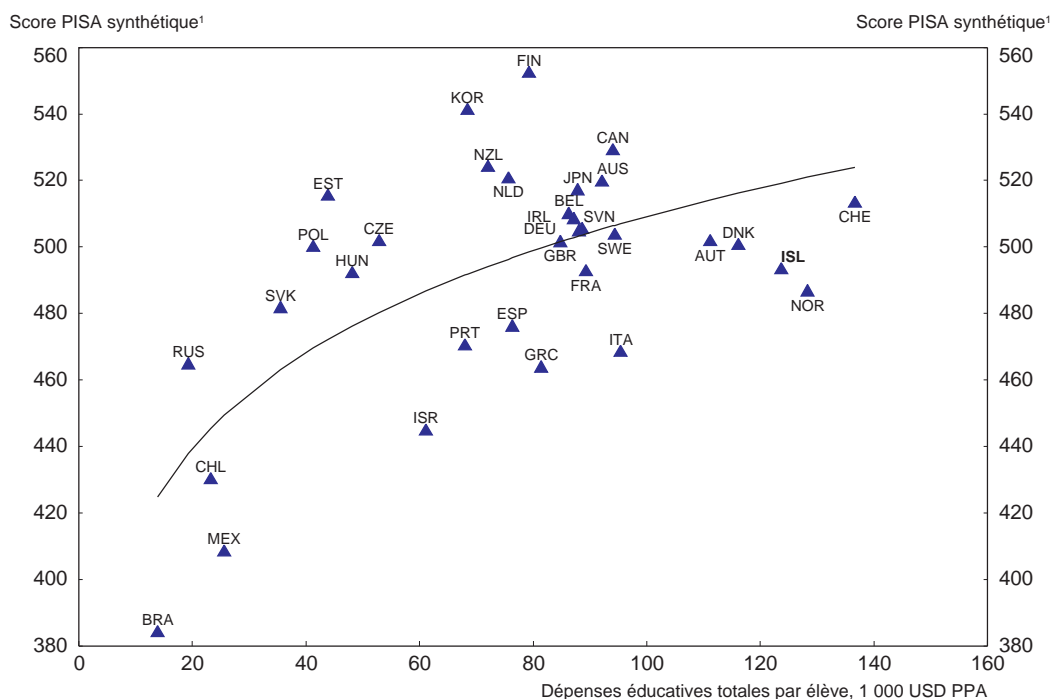
Source : Schwellnus (2009), utilisant les chiffres de l'OCDE et la base de données des Indicateurs du développement dans le monde établis par la Banque mondiale ; FAO, Base de données Faostat.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705543555251>

Les possibilités d'améliorer l'efficacité des dépenses dans le secteur de l'éducation paraissent encore plus grandes que pour le secteur de la santé (graphique 2.12). Depuis longtemps, les résultats de l'Islande en matière d'éducation, mesurés par les scores obtenus aux tests PISA, sont décevants en comparaison de ceux des autres pays, malgré les importantes ressources investies dans ce domaine. Suivant une tendance générale à la décentralisation en Islande et en vue de mieux adapter le système éducatif aux besoins locaux, la responsabilité de la scolarité obligatoire (jusqu'à l'âge de 16 ans) a été transférée aux communes au milieu des années 90. La réforme n'a cependant pas donné de résultats satisfaisants : la dépense par élève a augmenté, des ressources supplémentaires ayant été consacrées à la réduction du nombre d'élèves par enseignant (déjà peu élevé par rapport aux autres pays), mais les résultats scolaires, en particulier dans les zones rurales, sont restés médiocres (graphique 1.15). Les Islandais mettent aussi un temps exceptionnellement long pour aller jusqu'au bout du deuxième cycle de l'enseignement secondaire, et la plupart des étudiants ne passent pas l'examen d'entrée à l'université avant 20 ans. Par conséquent, ceux qui terminent leurs études sont assez peu nombreux, ce qui contribue à maintenir un écart persistant entre les travailleurs peu qualifiés et ceux qui possèdent de hautes qualifications, même si les dépenses publiques sont élevées en comparaison des autres pays. Les ressources investies dans l'enseignement supérieur ont aussi augmenté rapidement ces dernières années du fait que les autorités ont tenté d'offrir un système plus complet au lieu d'encourager les jeunes à poursuivre leurs études à l'étranger, face à l'explosion du nombre d'inscriptions.

Graphique 2.15. Scores PISA et dépenses d'éducation par élève

2007



1. Le score global obtenu au PISA combine par analyse factorielle les notes obtenues en lecture, en mathématiques et en sciences.

Source : OCDE, Résultats du PISA 2006.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705571336720>

Dans l'Étude économique 2006 de l'OCDE sur l'Islande, ces déficiences ont été soulignées et une série de mesures a été recommandée en vue non seulement d'améliorer les résultats mais aussi d'abaisser les coûts (OCDE, 2006 ; Suppanz, 2006). Ces réformes ne doivent pas être différées davantage. Les communes, qui sont en charge de l'enseignement maternel et primaire, seront obligées de réduire les dépenses dans ces domaines car leurs recettes ont fondu et elles n'ont qu'un accès limité aux sources de financement externes. À cet effet, elles doivent exiger des enseignants un plus grand nombre d'heures de travail – le nombre d'heures de cours dispensées dans l'enseignement obligatoire en Islande est parmi les plus faibles de la zone OCDE – et augmenter le nombre d'élèves par enseignant et les effectifs par classe. Cette réorganisation permettrait des économies et pourrait aussi avoir un effet positif sur les résultats scolaires en améliorant la qualité moyenne des enseignants. La fermeture des écoles de très petite taille dans les zones rurales serait aussi bénéfique. Pour le deuxième cycle du secondaire, le gouvernement doit intensifier ses efforts pour raccourcir la durée des études. Comme prévu, ramener la durée du deuxième cycle de l'enseignement secondaire de quatre ans à trois ans, comme dans les autres pays EEE et conformément à l'Accord de Bologne, entraînerait une économie substantielle tout en permettant aux jeunes de commencer leurs études universitaires un an plus tôt et d'allonger leur carrière professionnelle et la perception d'un revenu tout au long de la vie. Il existe aussi des possibilités de rationalisation dans l'enseignement supérieur. Au lieu de tenter d'offrir une gamme complète de programmes, il faudrait encourager les études à l'étranger, en particulier aux niveaux du troisième cycle et du doctorat. Les universités

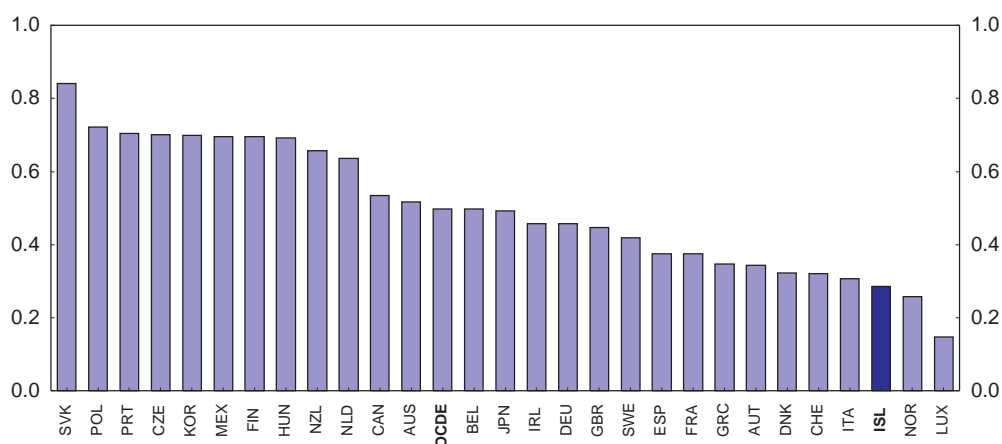
publiques, qui vont probablement être confrontées à de sévères contraintes budgétaires, devraient avoir la possibilité de faire payer des droits de scolarité au lieu d'être obligées d'élaguer leurs programmes. L'expérience des pays qui ont en même temps augmenté les droits de scolarité et amélioré les systèmes de prêts aux étudiants semble indiquer que ces mesures n'ont pas eu d'effets négatifs importants sur les taux d'inscription (Blondal *et al.*, 2002).

Comme pour le secteur de la santé, l'analyse de la frontière d'efficacité peut aider à évaluer les économies que des réformes structurelles comme celles mentionnées plus haut permettraient de réaliser dans le secteur de l'éducation. Dans ce cas, la variable de résultat utilisée dans l'analyse est un score global au PISA qui combine les notes obtenues en lecture, en mathématiques et en sciences par analyse factorielle. Les variables d'intrants sont les dépenses d'éducation par élève et l'indice SESC du PISA, une valeur supplétive pour les facteurs contextuels. Le score de l'Islande au PISA étant légèrement inférieur à la moyenne de la zone OCDE alors que ses dépenses par élève dépassent de 40 % la moyenne, il n'est pas surprenant que le pays soit très éloigné de la frontière. Autrement dit, un certain nombre de pays membres de l'OCDE, notamment la Finlande et la Suède, arrivent à obtenir de meilleurs résultats scolaires pour un coût beaucoup moins élevé.

L'analyse de la frontière d'efficacité confirme que l'Islande est l'un des pays les moins efficaces de l'OCDE du point de vue des dépenses d'éducation (graphique 2.16). Plus précisément, les estimations fondées sur l'analyse d'enveloppement des données indiquent que l'Islande pourrait réduire ses dépenses d'éducation de 21 % sans sacrifier les résultats en adoptant des réformes en vue de porter l'efficacité des intrants au niveau de la moyenne de l'OCDE. Porter l'efficacité des intrants à la frontière ou même au niveau de la Finlande entraînerait une économie beaucoup plus importante. En tout état de cause, compte tenu de l'état désastreux des finances publiques du pays, les autorités devraient fixer un objectif raisonnable, qui serait de porter l'efficacité des dépenses d'éducation au moins au niveau de la moyenne de l'OCDE. Cela permettrait une économie budgétaire de 1½ pour cent du PIB par an. Un bon point de départ pour ce faire serait d'accélérer la mise en œuvre de la réforme des programmes du deuxième cycle de l'enseignement secondaire. Le ministère de l'Éducation estime que cela devrait raccourcir la durée des études d'un an pour 40 % des élèves, allégeant les dépenses d'éducation de 1 million ISK par élève qui termine plus tôt son parcours scolaire. En conséquence, la réforme, lorsqu'elle sera pleinement mise en œuvre, devrait se traduire par une économie d'environ 0.2 % du PIB. En d'autres termes, c'est une première étape salutaire, mais on est encore loin de ce que devraient être les objectifs des pouvoirs publics.

### ***Rehausser l'efficacité des dépenses des communes***

La réalisation des objectifs nationaux de dépenses passe par une coopération efficace entre l'administration centrale et les communes. Tout d'abord, les dépenses des collectivités locales représentent environ un tiers des dépenses globales et les communes sont responsables de la fourniture de services politiquement sensibles, comme l'enseignement obligatoire, l'aide aux personnes âgées et le logement social. Par ailleurs, elles ont certains pouvoirs limités en matière de revenu et d'immobilier, qui assurent environ 70 % de leurs ressources financières. Durant les années de forte expansion, les recettes locales ont augmenté rapidement et les communes ont dépensé avec moins de restriction encore que l'administration centrale ces ressources inespérées (tableau 2.4). Elles ont donc développé les services publics et majoré les rémunérations de leurs salariés.

Graphique 2.16. **Efficience des intrants dans le système éducatif**

Source : Schweltnus (2009) utilisant les chiffres de l'OCDE et la Base de données des Indicateurs du développement dans le monde établis par la Banque mondiale ; FAO, Base de données Faostat.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/705644725133>

Tableau 2.4. **Finances des collectivités locales**

En pourcentage du PIB

|                 | 1995-02 | 2003-06 | 2007 <sup>1</sup> | 2008 <sup>1</sup> |
|-----------------|---------|---------|-------------------|-------------------|
| Recettes        | 10.7    | 12.5    | 14.1              | 12.9              |
| Dépenses        | 11.3    | 12.8    | 13.4              | 13.5              |
| Solde financier | -0.6    | -0.3    | 0.6               | -0.6              |

1. Chiffres provisoires pour 2007 et 2008.

Source : Ministère des Finances, mai (2009).

Aujourd'hui, cependant, n'ayant qu'un accès limité aux marchés de capitaux, elles n'ont guère d'autre choix que d'ajuster leurs dépenses face à des recettes en forte baisse.

Ces considérations montrent qu'il importe d'améliorer la procédure budgétaire au niveau local et d'institutionnaliser la coopération entre les différents niveaux d'administration. En 2007, le ministère des Finances a entamé des négociations avec les communes sur ce sujet. En échange d'un allègement de dette et de transferts accrus, le ministère a proposé la fixation de plafonds de croissance des dépenses réelles et du niveau de la dette ainsi que l'obligation d'avoir un budget en équilibre sur la durée du cycle économique. Malheureusement, il n'y a eu guère de progrès jusqu'à présent mais, comme indiqué dans l'*Étude économique de 2008*, l'idée d'étendre les règles budgétaires aux communes va dans la bonne direction. De fait, l'état désastreux dans lequel se trouvent actuellement les finances publiques ainsi que l'objectif à moyen terme d'entrée dans la zone euro ne font que renforcer les arguments qui militent en faveur de l'instauration de règles budgétaires applicables aux administrations infranationales.

Un obstacle majeur à la mise en place de règles budgétaires locales est la taille minuscule des nombreuses communes, ce qui empêche l'innovation en matière de gestion publique du fait que les coûts de mise en œuvre deviennent excessifs par rapport à l'économie réalisée. Il y a encore 78 communes en Islande, de tailles très différentes. Reykjavik concentre plus d'un tiers de la population, tandis que plus de la moitié des communes comptent moins de 1 000 habitants. Il est par conséquent indispensable d'accélérer le regroupement, ou du moins de centraliser la procédure budgétaire pour les

plus petites communes. En dehors de ce problème, la mise en place de règles budgétaires à l'échelon infranational pourrait permettre de profiter des avantages de l'autonomie locale du point de vue de l'efficacité tout en assurant le respect des objectifs nationaux en matière de dépenses. Les règles doivent être conçues compte tenu de l'évolution de la population et des coûts résultant d'une nouvelle législation concernant l'administration centrale. Il faut par ailleurs mettre en place des mécanismes crédibles de contrôle de l'application. Pour cette raison aussi, il faudrait, comme pour l'administration centrale, fixer des plafonds en termes nominaux et non en termes réels, pour une période précise de plusieurs années et non sur un cycle économique de durée non définie.

### **La crise est l'occasion de réduire le gaspillage dans les dépenses**

En Islande, la nécessité de réduire les dépenses publiques devrait conduire les autorités à supprimer, ou du moins à élaguer, les programmes publics qui n'améliorent pas suffisamment le bien-être du grand public. Le programme de soutien à l'agriculture en fait partie : il représente un obstacle au changement structurel et fait peser une lourde charge sur les contribuables et les consommateurs. Les transferts budgétaires totaux aux agriculteurs représentent environ 1 % du PIB, presque autant que la contribution de l'agriculture au PIB. Après une diminution dans les années 90, le soutien à la production n'a guère changé et il était parmi les plus importants dans la zone de l'OCDE en 2007 (tableau 2.5). Les prix reçus par les agriculteurs sont à peu près 2½ fois plus élevés que ceux pratiqués sur les marchés mondiaux. La part des paiements qui créent le plus de distorsions (soutien au titre de la production et de l'utilisation d'intrants variables) est encore de près de 80%. Même si les paiements annuels aux producteurs laitiers ont été réduits progressivement conformément à l'accord conclu en 2005 entre l'État et l'association des exploitants agricoles, il faut aller plus loin dans l'effort de réduction des aides à l'agriculture.

Tableau 2.5. **Agriculture : Estimation du soutien aux producteurs**<sup>1</sup>  
En pourcentage des recettes agricoles brutes

|                  | 1986-88   | 2005      | 2006      | 2007      |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Australie        | 7         | 4         | 6         | 6         |
| Canada           | 36        | 22        | 23        | 18        |
| Union européenne | 40        | 32        | 31        | 26        |
| <b>Islande</b>   | <b>76</b> | <b>70</b> | <b>68</b> | <b>61</b> |
| Japon            | 64        | 54        | 51        | 45        |
| Corée            | 70        | 62        | 63        | 60        |
| Mexique          | 28        | 13        | 15        | 14        |
| Nouvelle-Zélande | 10        | 1         | 1         | 1         |
| Norvège          | 70        | 67        | 65        | 53        |
| Suisse           | 77        | 68        | 62        | 50        |
| Turquie          | 16        | 25        | 20        | 21        |
| États-Unis       | 22        | 15        | 11        | 10        |
| OCDE             | 37        | 28        | 26        | 23        |

1. Valeur monétaire des transferts en provenance des consommateurs et des paiements budgétaires aux producteurs.

Source : Politiques agricoles des pays de l'OCDE 2008 : Suivi et évaluation.

De manière plus générale, le gouvernement doit prendre la responsabilité de diminuer les dépenses et de majorer les impôts, même si cela implique de difficiles décisions

politiques. Il ne fait aucun doute que la réalisation des objectifs d'assainissement des finances publiques convenus avec le FMI sera une tâche très ardue. À cette fin, le tableau 2.6 présente quelques estimations approximatives des économies que dégageraient certaines des mesures d'assainissement proposées dans le présent chapitre. Il convient de noter que ces mesures ne suffisent pas pour atteindre les objectifs fixés par les autorités. Il est donc d'autant plus important que le gouvernement annonce sans tarder un plan d'assainissement budgétaire complet et détaillé pour les quelques années à venir. Ce plan devrait être accepté par tous les membres du gouvernement et par la majorité parlementaire qui le soutient. Comme on l'a vu plus haut, il doit aussi fixer des cadres pluriannuels en termes nominaux pour chaque ministère. Enfin, à l'instar de l'Irlande, il faudrait envisager la création d'une commission d'experts indépendants chargés d'examiner le plan, et de déterminer s'il est crédible, ce qu'il faut faire pour le mettre en œuvre avec succès et comment l'améliorer s'il en est besoin.

**Tableau 2.6. Estimation des économies réalisables par certaines mesures de consolidation budgétaire**

|  | ISK 2009 (milliards) | % du PIB 2009 |
|--|----------------------|---------------|
| <b>Augmentation des recettes :</b>   |                      |               |
| Relèvement de l'IRPP de 5 %  | 30                   | 2             |
| Relèvement de l'IS de 10 %   | 10                   | ¾             |
| Taux réduit de TVA porté de 7 à 14 %   | 4                    | ¼             |
| Mise en place d'une taxe carbone   | 10                   | ¾             |
| <b>Réduction des dépenses :</b>  |                      |               |
| Réduction de la masse salariale dans la fonction publique de 5 %   | 10                   | ½             |
| Réduction de l'investissement public à 1 % du PIB  | 15                   | 1             |
| Réformes pour la réduction des coûts dans la santé afin d'accroître l'efficacité des dépenses au niveau du pays membre de l'OCDE du premier quartile | 20-25                | 1½            |
| Réformes pour la réduction des coûts dans la santé afin d'accroître l'efficacité des dépenses au niveau de la moyenne de l'OCDE                      | 20-25                | 1½            |
| Élimination des subventions à l'agriculture  | 10                   | ¾             |
| <i>Pour mémoire : Objectif d'économies budgétaires annuelles jusqu'en 2013</i>   | 60                   | 4             |

1. À un prix de 100 €/par tonne de CO<sub>2</sub> (en Suède, le taux de la taxe est progressivement passé de 27 €/tonne en 1999 à 108 € en 2009).

Source : Calculs du Secrétariat. En ce qui concerne les mesures destinées à accroître les recettes, les calculs ont été faits avec l'aide du ministère des Finances.

## Conclusions

L'Islande connaît actuellement des temps extrêmement difficiles après avoir subi une conjonction d'évolutions défavorables, certaines en réaction à des excès commis durant les années de forte expansion économique, d'autres d'origine plus exogène. Dans le passé, l'économie islandaise a fait preuve de résistance face à des chocs brutaux. Sa flexibilité est maintenant à l'épreuve, mais une réponse adaptée des pouvoirs publics aiderait à revigorer la croissance, permettant aux entreprises d'investir davantage et de créer des emplois. Pour ce faire, les autorités islandaises devraient s'efforcer de rétablir rapidement l'équilibre dans l'économie et de jeter les bases d'une reprise durable, notamment en stabilisant le taux de change et l'inflation et aussi en mettant en œuvre un programme décisif d'assainissement des finances publiques. On trouvera dans l'encadré 2.5 des recommandations plus détaillées allant dans ce sens.

### Encadré 2.5. **Recommandation de politique monétaire et budgétaire**

*Politique monétaire* : Le taux d'inflation était élevé et variable avant même les récents chaos provoqués par l'effondrement des banques vers la fin de l'année dernière. Face à des tâches difficiles, notamment la gestion de la crise financière et la mise en place des fondements d'une reprise durable, les autorités monétaires devraient envisager les mesures suivantes :

- Maintenir les contrôles sur les mouvements de capitaux jusqu'à ce qu'il soit possible de les lever sans risque. En attendant, la politique monétaire devrait rester centrée principalement sur la stabilité du taux de change, ce qui pourrait limiter les possibilités de nouvelles réductions du taux d'intérêt.
- Prendre des mesures afin de rétablir la crédibilité de la Banque centrale. Il faudrait adopter les meilleures pratiques en matière de communication, d'indépendance, de gouvernance et de contrôle monétaire. Plus important encore, la conduite de la politique monétaire devrait être décisive et les membres du gouvernement devraient respecter l'indépendance de la Banque centrale.
- Si la demande d'adhésion à l'UE est menée à bonne fin, chercher à devenir membre de la zone euro dès que cela sera réalisable, et tirer ainsi parti des avantages de la crédibilité de la BCE et de la participation à l'UEM.
- Une fois que les contrôles sur les mouvements de capitaux auront été levés, un cadre convenablement modifié de fixation d'objectifs en matière d'inflation pourra servir de point d'ancrage nominal effectif pour l'action monétaire en vue de l'entrée dans la zone euro. A cet effet, il faudra fixer des objectifs pour l'IPC harmonisé (IPCH), qui sera la mesure pour le critère d'inflation utilisé pour l'entrée dans la zone euro.

*Politique budgétaire* : L'effondrement du secteur bancaire et de l'activité économique a plongé les finances publiques dans une situation désastreuse. Un programme énergique d'assainissement budgétaire devrait être mis en œuvre rapidement afin de contenir le déficit public dans les limites fixées par l'accord de confirmation avec le FMI et de préparer l'entrée dans la zone euro. Cela nécessitera un alourdissement notable de la fiscalité et des compressions de dépenses, ces dernières jouant un rôle grandissant au fil des années.

- Il faut mettre fin comme prévu à un grand nombre des allègements d'impôts mis en œuvre au cours des années d'expansion.
- Le système fiscal devrait être réformé à terme afin d'accroître les recettes sans nuire à la croissance en élargissant les bases d'imposition, en instaurant des taxes correctives et en comblant les lacunes. Il faudrait, par exemple, réduire le nombre de produits et de services exonérés de TVA et mettre en place une taxe sur le carbone. Il est possible aussi de mieux cibler les déductions fiscales, notamment les déductions au titre des paiements d'intérêts ainsi que les prestations de maternité et pour enfant à charge, sur les ménages à revenu modeste.
- Dans le court terme, arrêter tous les projets d'infrastructure publique non essentiels et geler, voire réduire, les salaires nominaux dans le secteur public.
- Adopter un nouveau cadre budgétaire mettant l'accent sur la maîtrise des dépenses et la viabilité à moyen terme, en obligeant les organismes publics à rattraper tout excès de dépenses au cours des années suivantes et en donnant aux gestionnaires responsables davantage d'autonomie et de responsabilité en matière de choix des dispositions à prendre pour atteindre leurs objectifs.



### Encadré 2.5. **Recommandation de politique monétaire et budgétaire** (suite)

- Mettre en œuvre les recommandations passées de l'OCDE dans les domaines de l'éducation et de la santé afin d'améliorer l'efficacité de ces dépenses. En particulier, augmenter le nombre d'élèves par enseignant, aligner la durée des études sur les normes en vigueur dans les autres pays, et permettre aux établissements d'enseignement supérieur de faire payer des frais de scolarité. On peut aussi économiser en favorisant l'utilisation de médicaments génériques et en augmentant la participation financière du patient, surtout en cas d'hospitalisation.
- Une période de crise offre l'occasion d'engager des réformes politiquement difficiles. Surtout, il est possible d'élaguer un certain nombre de programmes inefficaces, à commencer par les programmes d'aide à l'agriculture. De même, le processus de regroupement des communes pourrait être accéléré.

## Bibliographie

- Afonso, A., L. Schuknecht et V. Tanzi (2005), « Public Sector Efficiency: An International Comparison », *Public Choice*, vol. 123.
- Alesina, A., R. Barro et S. Tenreyro (2002), « Optimal Currency Area », *NBER Working Papers*, n° 9072.
- Aoki, K. (2001), « Optimal Monetary Policy Response to Relative Price Changes », *Journal of Monetary Economics*, n° 48, pp. 55-80.
- Banque centrale d'Islande (2001), *Declaration on inflation target and a change in the exchange rate policy*, disponible à l'adresse : [www.sedlabanki.is/?PageID=522](http://www.sedlabanki.is/?PageID=522).
- Banque centrale d'Islande (2009), *Monetary Bulletin*, 2009, vol. 2, pp. 5-62.
- Bassanini, A. et E. Ernst (2002), « Labour Market Institutions, Product Market Regulation, and Innovation: Cross Country Evidence », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 316.
- Bayoumi, T. et B. Eichengreen (1992), « Shocking Aspects of European Monetary Unification », *NBER Working Papers*, n° 3949.
- Bayoumi, T. et B. Eichengreen (1999), « Operationalising the theory of optimum currency areas », dans Cohen, D., A. Sapir et A. Venables (dir. pub.), *Market integration, regionalism and the global economy*, chapitre 7, CEPR.
- Bertola G. (1993), « Models of Economic Integration and Localized Growth », dans Torres, F. et F. Giavazzi (dir. pub.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- Blanchard, O. et J. Tirole (2003). « Redesigning the Employment Protection System », *Economist*, vol. 152, pp. 1-20.
- Blanchard, O. et J. Tirole (2008), « The joint design of unemployment insurance and unemployment protection: a first pass », *Journal of the European Economic Association*, vol. 6, n° 1, pp. 45-77.
- Blondal, S., S. Field et N. Girourard (2002), « L'investissement en capital humain : le rôle de l'enseignement secondaire du 2<sup>e</sup> cycle et de l'enseignement supérieur », *Revue économique de l'OCDE*, n° 34.
- Bravo-Ortega, C. et J. di Giovanni (2006), « Remoteness and Real Exchange Rate Volatility », *IMF Staff Papers*, vol. 53, pp. 115-132.
- Breedon, F. et T. Pétursson (2005). « Out in the cold? Iceland's trade performance outside the European Union and European Monetary Union », *Cambridge Journal of Economics*, pp. 1-14, doi: 10.1093/cje/bei105
- Brixiova, Z., M. Morgan et A. Woergoetter (2009), « Business cycle synchronization and the currency board in Estonia », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, à paraître.

- Brook, A. (2005), « The Challenges of EMU Accession Faced by Catching-up Countries: A Slovak Republic Case Study », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 444, Editions OCDE. doi:10.1787/076028301141
- Buiter, W. (2000), « Is Iceland an optimal currency area? », dans Gudmundsson, M., T. Herbertsson et G. Zoega (dir. pub.), *Macroeconomic policy; Iceland in an era of global integration*, University of Iceland Press, pp. 33-55.
- Christensen, A., J. Dupont et P. Schreyer (2005), « Inflation Measures: Too High – Too Low – Internationally Comparable? », exposé présenté lors d'un séminaire, Direction des statistiques, OCDE.
- Clarida, R. et D. Waldman (2008), « Is Bad News about Inflation Good News for the Exchange Rate? », in Campbell, J. (dir. pub.), *Asset Prices and Monetary Policy*, University of Chicago Press.
- Commission européenne (2004), *Convergence Report 2004: Technical Annex, A Commission Services Working Paper*.
- Commission européenne (2009), *Green Paper: Reform of the Common Fisheries Policy*, COM(2009)163 final, avril.
- Devereux, M. et P. Lane (2003), « Understanding bilateral exchange rate volatility », *Journal of International Economics*, vol. 60, n° 1, pp. 109-132.
- Eliasson, L. et T. Pétursson (2009), « The residential housing market in Iceland: Analysing the effects of mortgage market restructuring », *Housing Studies*, vol. 24, pp. 25-45.
- Flamm, H., A. Fátas, S. Holden, T. Jappelli, I. Mihov, M. Pagano, C. Wyplosz (2008), « EMU at Ten – Should Denmark, Sweden and the UK join? », *SNS Economic Policy Group Report*, SNS Forlag.
- FMI (2007), *Iceland: 2007 Article IV Consultation – Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, IMF Country Report, n° 07/295, août.
- Fontagné L., et M. Freudenberg (1999) « Endogenous Symmetry of Shocks in a Monetary Union », *Open Economies Review*, vol. 10, n° 3, pp. 263-287.
- Frankel, J. et A. Rose (1997), « The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 1473.
- Frankel, J. et A. Rose (2000), « An Estimate of the Effects of Currency Unions on Trade and Growth », polycopié, première version 1<sup>er</sup> mai, version révisée 6 juin 2000, disponible à l'adresse : <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/>.
- Fry, M., D. Julius, L. Mahadeva, S. Roger et G. Sterne (2000), « Key issues in the choice of monetary policy framework », dans Mahadeva, L. et G. Sterne (dir. pub.), *Monetary Policy Frameworks in a Global Contexte*, Routledge, Centre for Central Bank Studies, Bank of England.
- Giavazzi, F. et M. Pagano (1988), « The Advantage of Tying One's Hands, EMS Discipline and Central Bank Credibility », *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1055-1082.
- Gust, C. et J. Marquez (2002), « International Comparisons of Productivity Growth: The Role of Information Technology and Regulatory Practices », *Labour Economics*, vol. 11, pp. 33-58.
- Huefner, F. et I. Koske (2008), « The Euro Changeover in the Slovak Republic : Implications for Inflation and Interest Rates », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 632.
- Joumard, I., C. André, C. Nicq et O. Chatal (2008), « Health status determinants: lifestyle, environment, health care resources and efficiency », *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 627, Editions OCDE.
- Krugman, P. (1993), « Lessons of Massachusetts for EMU », dans Torres, F. et F. Giavazzi (dir. pub.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.
- McCallum, J. (1995), « National Borders Matter: Canada – US Regional Trade Patterns », *American Economic Review*, vol. 85, n° 3, pp. 615-623.
- Méltitz, J. (2001), « Geography, Trade and Currency Union », *CPER Discussion Paper Series*, n° 2987.
- Ministère des Finances (2009), *The Icelandic Economy*, printemps.
- Mishkin, F. (2008), « Exchange Rate Pass-through and monetary policy », *NBER Working Papers*, n° 13889.
- Mongelli, F. (2002), « New views on the optimum currency area theory: what EMU is telling us? » *ECB Working Paper Series*, n° 138.

- Nickell, S. et R. Layard (1998), « Labour Market Institutions and Economic Performance », dans Ashenfelter, O. et D. Card (dir. pub.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, chapitre 46, pp. 3029-3084.
- OCDE (1997), *Vers des pêcheries durable : Aspects économiques de la gestion des ressources marines vivantes*, Éditions OCDE.
- OCDE (2004), *Perspectives de l'emploi*, Éditions OCDE.
- OCDE (2006), *Études économiques de l'OCDE, Islande*, Éditions OCDE.
- OCDE (2008), *Études économiques de l'OCDE, Islande*, Éditions OCDE.
- OCDE (2009a), *Études économiques de l'OCDE, Estonie*, Éditions OCDE.
- OCDE (2009b), *Études économiques de l'OCDE, Mexique*, Éditions OCDE, à paraître.
- Oygarð, S. (2009), *Address to the 48th Annual Meeting of the Central Bank of Iceland*, Banque centrale d'Islande, disponible à l'adresse : [www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6940](http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6940).
- Persson, T. (2001), « Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect? », *Economic Policy*, vol. 16, n° 33, pp. 433-462.
- Pétursson, T. (2000), « New focuses in central banking: Increased independence, transparency and accountability », *Monetary Bulletin*, 2000, vol. 4, pp. 45-57.
- Pétursson, T. (2008), « How hard can it be? Inflation control around the world », *Central Bank of Iceland Working Papers*, n° 40.
- Rose, A. (2000), « One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy*, vol. 30, pp. 9-45.
- Rose, A. et E. van Wincoop (2001), « National Money as a Barrier to Trade: the Real Case for Currency Union », *American Economic Review (Papers and Proceedings)*, vol. 91, n° 2, pp. 386-390.
- Schmidt-Hebbel, K. (2006) « New Zealand's monetary and exchange-rate policy in international comparison », dans Buckle, B. et A. Drew (dir. pub.), *Testing stabilisation policy limits in a small open economy: proceedings from a macroeconomic policy forum*, Reserve Bank of New Zealand et New Zealand Treasury.
- Schwellnus, C. (2009), « Achieving higher performance: Enhancing spending efficiency in health and education in Mexico », *Documents de travail du Département des affaires économique de l'OCDE*, à paraître.
- Simar, L. et P. Wilson (1998), « Sensitivity analysis of efficiency scores: How to bootstrap in nonparametric frontier models », *Management Science*, vol. 44, pp. 49-61.
- Simar, L. et P. Wilson (2000), « Statistical inference in nonparametric frontier models: The state of the art », *Journal of Productivity Analysis*, vol. 13, pp. 49-78.
- Suppanz, H. (2006), « Adapting the Icelandic Education System to a Changing Environment », *Documents de travail du Département des affaires économique de l'OCDE*, n° 516, Éditions OCDE. doi: 10.1787/418774783534.
- Suppanz, H. (2008), « Improving Cost-Effectiveness in the Health Care Sector in Iceland », *Documents de travail du Département des affaires économique de l'OCDE*, n° 645, Éditions OCDE, doi: 10.1787/235327525311.
- Sutherland, D., I. Joumard et C. Nicq (2007), « Performance indicators for public spending efficiency in primary and secondary education », *Documents de travail du Département des affaires économique de l'OCDE*, n° 546, Éditions OCDE.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Yellen, J. (2009), « A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers », Presentation to the 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies « Meeting the Challenges of the Financial Crisis », organized by the Levy Economics Institute of Bard College, New York City, avril.

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16  
IMPRIMÉ EN FRANCE  
(10 2009 16 2 P) ISBN 978-92-64-05497-4 – n° 56886 2010

# Études économiques de l'OCDE

## ISLANDE

### THÈME SPÉCIAL : CRISE FINANCIÈRE

#### Dernières parutions

Afrique du Sud, juillet 2010  
Allemagne, mars 2010  
Australie, octobre 2008  
Autriche, juillet 2009  
Belgique, juillet 2009  
Brésil, juillet 2009  
Canada, septembre 2010  
Chili, janvier 2010  
Chine, février 2010  
Corée, juin 2010  
Danemark, novembre 2009  
Espagne, novembre 2008  
Estonie, avril 2009  
États-Unis, septembre 2010  
Fédération de Russie, juillet 2009  
Finlande, avril 2010  
France, avril 2009  
Grèce, juillet 2009  
Hongrie, février 2010  
Inde, octobre 2007  
Indonésie, novembre 2010  
Irlande, novembre 2009  
**Islande, septembre 2009**  
Israël, janvier 2010

Italie, juin 2009  
Japon, septembre 2009  
Luxembourg, mai 2010  
Mexique, juillet 2009  
Norvège, mars 2010  
Nouvelle-Zélande, avril 2009  
Pays-Bas, juin 2010  
Pologne, avril 2010  
Portugal, septembre 2010  
République slovaque, février 2009  
République fédérale de Yougoslavie, janvier 2003  
République tchèque, avril 2010  
Roumanie, octobre 2002  
Royaume-Uni, juin 2009  
Slovénie, juillet 2009  
Suède, décembre 2008  
Suisse, décembre 2009  
Turquie, septembre 2010  
Ukraine, septembre 2007  
Union européenne, septembre 2009  
Zone euro, janvier 2009

Merci de citer cet ouvrage comme suit :

OCDE (2010), *Études économiques de l'OCDE : Islande 2009*, Éditions OCDE.  
[http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_surveys-isl-2009-fr](http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-isl-2009-fr)

Cet ouvrage est publié sur *OECD iLibrary*, la bibliothèque en ligne de l'OCDE, qui regroupe tous les livres, périodiques et bases de données statistiques de l'Organisation. Rendez-vous sur le site [www.oecd-ilibrary.org](http://www.oecd-ilibrary.org) et n'hésitez pas à nous contacter pour plus d'informations.

**Volume 2009/16**  
**Septembre 2009**

éditions **OCDE**

[www.oecd.org/editions](http://www.oecd.org/editions)

ISSN 0304-3363  
ABONNEMENT 2010 (18 NUMÉROS)  
ISSN 1995-3259  
ABONNEMENT PAR PAYS

ISBN 978-92-64-05497-4  
10 2009 16 2 P



9 789264 054974