

## RÉCESSION EN VUE

⌘ L'Islande a connu depuis le milieu des années 90 des performances remarquables par rapport au reste de l'Europe en termes de croissance. Depuis 2004, l'activité y a été très soutenue, alimentée par une explosion de la demande interne, la consommation des ménages et les investissements faisant feu de tout bois. Toutefois, cette croissance s'est accompagnée de la formation de déséquilibres financiers majeurs à l'origine, déjà, d'une première crise de la couronne en 2006.

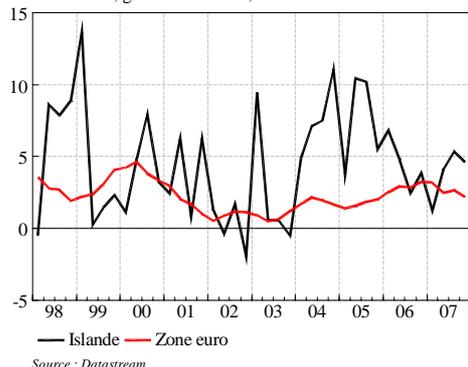
⌘ Alors que la crise financière s'est traduite par une montée de l'aversion pour le risque, le cycle économique est en train de se retourner. La demande interne subit, et va subir, une série de chocs violents : atterrissage brutal de l'immobilier, fin du boom de l'investissement productif, environnement très dégradé pour les ménages. De plus, la banque centrale islandaise ne pourra pas soutenir l'activité. À l'inverse, la politique monétaire sera pro-cyclique : dans un pays très ouvert et où les agents économiques, ménages et entreprises, supportent un risque de change substantiel, elle sera durablement contrainte à la fois par une très forte poussée inflationniste et la nécessité de défendre la couronne.

⌘ Dans ce contexte, les craintes concernant la stabilité du système financier islandais ont ressurgi depuis la fin 2007. Elles sont nourries par l'internationalisation très développée des trois grandes banques islandaises, leur taille excessivement importante au regard de celle de l'économie nationale et leur recours massif aux financements extérieurs à court terme. Toutefois, celles-ci devraient échapper à une crise systémique.

### Des performances jusqu'ici spectaculaires

L'Islande connaît, depuis le début des années 90, une croissance largement supérieure à celle observée dans les autres pays européens, y compris en Scandinavie. Cette croissance a permis à ce petit pays (PIB avoisinant 18 milliards de dollars en 2008), d'environ 300 000 habitants, de se placer parmi les leaders en termes de richesse par tête dans l'OCDE (PIB par tête en PPA approchant 40 000 dollars). De plus, sur la base du classement de l'ONU fondé sur l'indicateur de développement humain<sup>1</sup>, l'Islande est 1<sup>ère</sup> en 2006 et 2007.

UNE CROISSANCE ERRATIQUE MAIS TRÈS FORTE  
PIB en volume, glissement annuel, en %



LA CROISSANCE ISLANDAISE SUR LES 10 DERNIÈRES ANNÉES

|                       | PIB | Conso. ménages | Conso. publique | Invest. total | Invest. entreprise | Invest. logement | Exports B&S | Imports B&S |
|-----------------------|-----|----------------|-----------------|---------------|--------------------|------------------|-------------|-------------|
| 1997-2007, TCAM, en % |     |                |                 |               |                    |                  |             |             |
| Islande               | 4,4 | 5,1            | 3,7             | 8,9           | 9,6                | 9,7              | 5,1         | 8,3         |
| Zone euro             | 2,2 | 2,0            | 1,8             | 3,2           | 3,9                | 1,8              | 5,6         | 5,8         |
| 2004-2007, TCAM, en % |     |                |                 |               |                    |                  |             |             |
| Islande               | 5,2 | 7,1            | 3,6             | 11,6          | 13,1               | 13,8             | 6,3         | 12,0        |
| Zone euro             | 2,4 | 1,6            | 1,8             | 4,3           | 5,6                | 3,6              | 6,2         | 6,1         |

Sources : Eurostat, Statistics Iceland.

La croissance islandaise a été en moyenne de 4,4 % par an depuis 10 ans, malgré un passage à vide en 2002 et 2003. De plus, depuis 2004 l'économie a accéléré, la croissance moyenne atteignant 5,2 % par an, contre +2,4 % pour la zone euro.

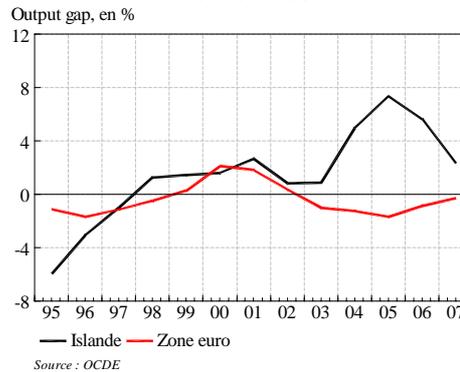
La demande interne a été le moteur du dynamisme islandais. D'une part, la consommation des ménages a progressé à un rythme très vigoureux depuis 1997. Depuis 2004, ce dernier s'est encore renforcé, alimenté par des salaires en nette hausse, une situation de plein emploi (taux de chômage inférieur à 2 % depuis 2005) et – jusqu'à début 2006 et selon les normes islandaises – une inflation contenue. D'autre part, l'investissement a connu une

véritable flambée. En effet, les investissements en biens d'équipement ont été boostés par les grands travaux liés à la construction d'usines d'aluminium et, parallèlement, des installations énergétiques correspondantes. De surcroît, les ménages ont massivement investi dans l'immobilier. Au total, la hausse de l'investissement a atteint des niveaux exceptionnels : +28 % en 2004, +36 % en 2005 et +20 % en 2006.

Dans ce contexte, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été fortement négative, ce qui n'est pas surprenant dans une économie insulaire de petite taille, qui importe environ 42 % de ce qu'elle consomme. Toutefois, notamment grâce au potentiel halieutique et aux usines métallurgiques, les exportations ont crû entre 2004 et 2007 de 6,3 % par an en moyenne (volume), soit une accélération sensible par rapport à la tendance précédente. Malgré tout, au final, le déséquilibre de la balance commerciale est extrêmement important, avec un pic à 13,4 % du PIB en 2006 (25,4 % pour le déficit de la balance courante).

Les déséquilibres de l'économie islandaise ne se résument d'ailleurs pas aux déficits extérieurs. Depuis 2006, les fragilités du modèle de croissance sont mises au jour : forte poussée inflationniste, forte volatilité des investissements dans l'industrie, marché immobilier en surchauffe, endettement record – avec une dette externe massive – de l'ensemble des secteurs et questionnement sur la stabilité du système financier national.

L'OUTPUT GAP COMMENCE À SE RESSERRER  
MAIS RESTE POSITIF



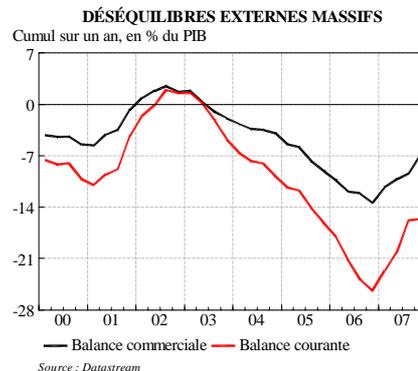
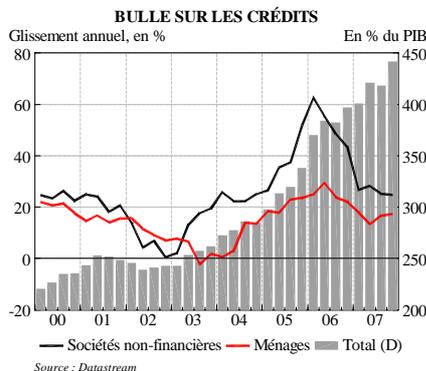
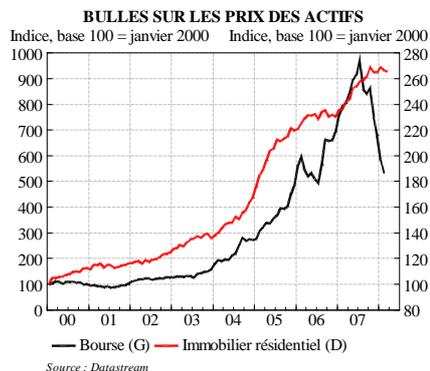
Source : OCDE

Ainsi, la période faste est maintenant derrière nous. 2007 a marqué un ralentissement dans le rythme de croissance, celle-ci n'étant plus que de 3,8 %. Pour la première fois depuis 2003, la demande interne s'est contractée et seule la mise en production des nouvelles usines d'aluminium a « sauvé » la croissance.

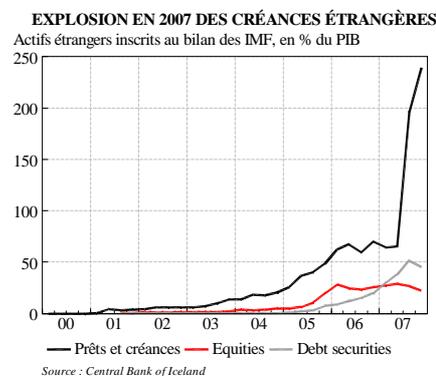
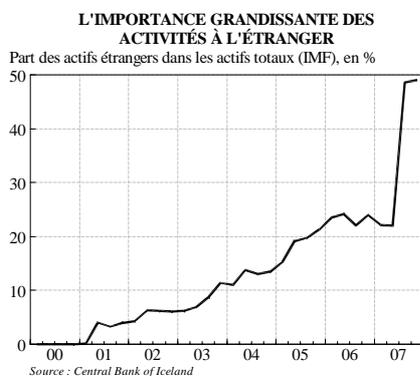
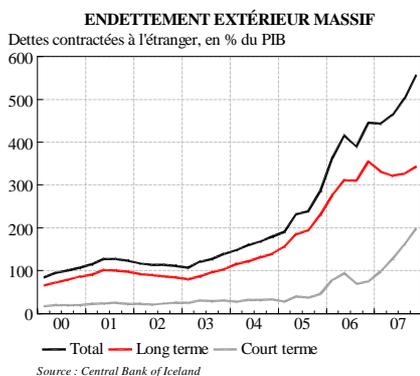
<sup>1</sup> Cet indicateur prend en compte, outre la richesse par habitant, les performances du système de santé et du système éducatif.

## QUESTIONNEMENT AUTOUR DE LA STABILITÉ DU SYSTÈME FINANCIER QUELQUES GRAPHIQUES ILLUSTRATIFS

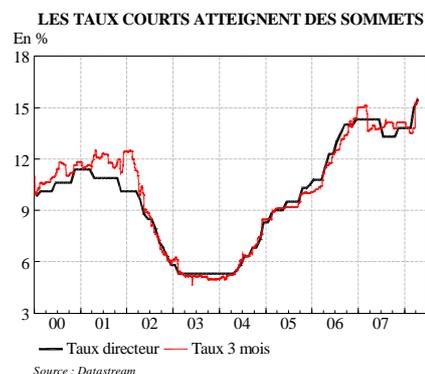
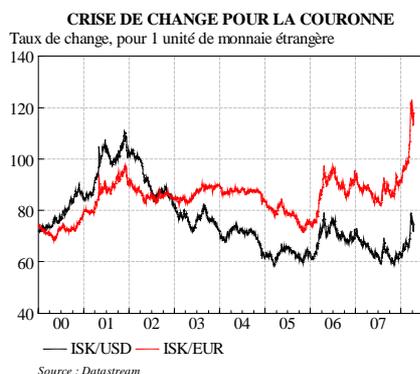
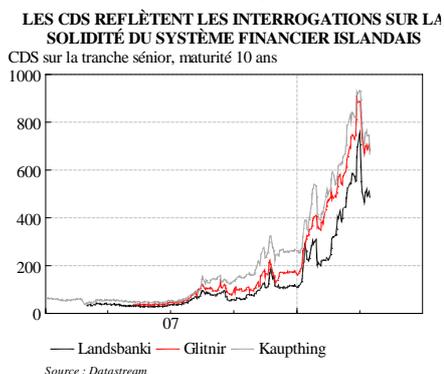
### Des déséquilibres multiples affectent l'économie islandaise



### Internationalisation rapide des banques islandaises et ruschs sur les actifs étrangers



### Des fragilités financières mises crûment en lumière dans un contexte d'aversion pour le risque



### NOTATIONS DES PRINCIPAUX ÉMETTEURS ISLANDAIS

|                  | S&P     |            |         | Fitch      |            |         | Moody's   |            |         |
|------------------|---------|------------|---------|------------|------------|---------|-----------|------------|---------|
|                  | LC / FC | Last       | Outlook | LC / FC    | Last       | Outlook | LC / FC   | Last       | Outlook |
| <b>Souverain</b> | AA- / A | 17/04/2008 | -       | AA- / A+   | 01/04/2008 | -       | Aaa / Aaa | 05/03/2008 | -       |
|                  | Lg / St | Last       | Outlook | Lg / St    | Last       | Outlook | Lg / St   | Last       | Outlook |
| Kaupthing        |         |            |         | A / F1     | 01/04/2008 | -       | A / F1    | 05/03/2008 | -       |
| Glitnir          |         |            |         | BBB+ / A-2 | 21/04/2008 | -       | A2 / P-1  | 05/03/2008 | -       |
| Landesbanki      |         |            |         | A / F1     | 01/04/2008 | -       | A / F1    | 05/03/2008 | -       |

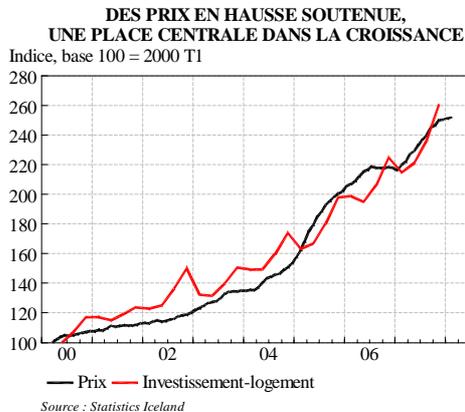
Source : Reuters

L'Islande est donc entrée dans une phase de crise, consécutive d'une évidente surchauffe. Ceci est illustré par l'évolution de *l'output gap*, écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, qui a culminé à près de 8 % en 2005 et reste supérieur à 2 % en 2007.

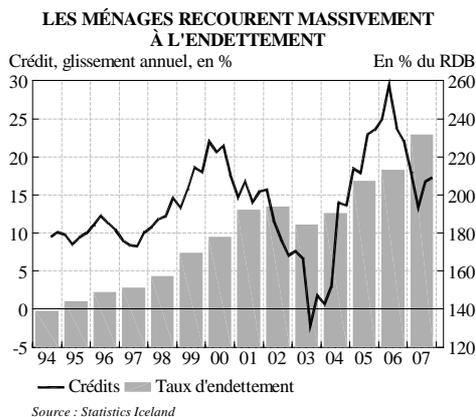
Comme nous le détaillons ci-après, l'ensemble des postes de la demande interne vont connaître un ajustement sensible.

**Des chocs multiples affectant la demande interne**

**Ajustement douloureux à venir dans l'immobilier**



Entre 2000 et 2007, les prix de l'immobilier résidentiel ont grimpé en moyenne de 15,2 % par an, soit une hausse d'environ 150 % au total. Ce mouvement s'est accompagné d'une explosion de l'investissement résidentiel, qui progresse sur un rythme comparable à celui des prix. De plus, sur la même période, le secteur de la construction<sup>2</sup> a représenté le quart des créations d'emplois. Par conséquent, la contribution de la construction à l'économie a été massive depuis 2000.



Les ménages ont massivement recouru au crédit pour financer leurs acquisitions immobilières. Hormis une courte période de ralentissement autour de 2003, le rythme de progression des crédits aux ménages (composé à 61 % de crédits hypothécaires) a été supérieur à 10 % depuis plus de 10 ans, voire au-dessus de 15 % depuis fin 2004. Toutefois, ce mouvement paraît dorénavant insoutenable.

En effet, les ménages sont confrontés à une série de chocs défavorables :

• L'accès au crédit va se faire plus sélectif, la crise de confiance frappant le système bancaire islandais ayant considérablement renchéri le coût du capital pour la banque (cf. encadré précédent pour les CDS) ;

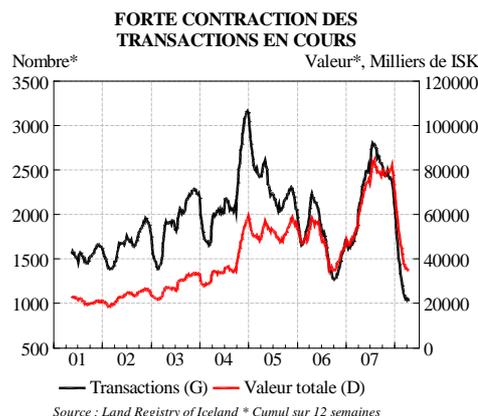
• Les taux d'intérêt sur les crédits ne sont plus aussi attractifs. Les prêts immobiliers aux ménages à taux indexés sur l'inflation – représentant 88 % des crédits-logement et 54 % du total des

<sup>2</sup> Il faut ici tenir compte de l'importance des grands chantiers liés aux infrastructures énergétiques et aux usines métallurgiques.

crédits – ont vu les taux réels *prime* passer d'environ 4 ½ % fin 2005 à plus de 6 ½ % en avril 2008 ; de plus, il faut y rajouter la poussée inflationniste. Le mouvement est similaire pour les crédits libellés en devise étrangère (12 % des crédits-logement), du fait de la chute de la couronne face aux autres monnaies (euro, dollar et franc suisse principalement). Ainsi, du fait de l'importance des crédits (logement et consommation) indexés sur l'inflation (67 % du total des crédits bancaires aux ménages), le renchérissement du crédit touche aussi bien les nouveaux prêts qu'une grande part de l'encours ;

• La progression des salaires réels est fortement impactée par l'inflation (cf. page 4) ; elle est négative au 1<sup>er</sup> trimestre de 2008 ;

• Enfin, le taux d'endettement des ménages a progressé continuellement depuis près de 20 ans pour atteindre près de 240 % du revenu disponible en 2007, soit un record dans l'OCDE avec le Danemark.



L'évolution récente du marché de l'immobilier résidentiel confirme les observations précédentes. Le retournement des tendances semble amorcé. Le nombre de transactions (cumul sur 12 semaines) a atteint début avril son plus bas niveau depuis 2001. La chute des transactions est particulièrement rapide : -48 % entre la dernière semaine de décembre et la 2<sup>e</sup> semaine d'avril ; depuis le pic de mi-juillet, soit en 9 mois, la baisse s'élève à 62 %. De plus, les prix ne progressent que de +0,3 % en rythme trimestriel au 1<sup>er</sup> trimestre de 2008, soit un net ralentissement par rapport aux 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres de 2007 (respectivement +3,7 et +2,3 %) et ne baissent en termes réels.

**L'INVESTISSEMENT-LOGEMENT VA DÉSORMAIS CORRIGER À LA BAISSÉ**



Les répercussions sur l'économie islandaise de la récession immobilière attendue seront non négligeables. Le poids de l'investissement-logement dans le PIB en valeur s'est nettement accru depuis 2000, rompant avec la tendance de long terme, pour atteindre 7 % du PIB en 2007 contre moins de 4 % précédemment. Ainsi la contraction des dépenses de logements de ménages va peser directement sur la croissance.

De plus, la consommation sera affectée via les pertes d'emploi et la fin de l'effet de richesse immobilière.

### L'investissement productif en dents de scie

#### L'INVESTISSEMENT EN BIENS D'ÉQUIPEMENT S'EFFONDRE AVEC LA FIN DES GRANDS TRAVAUX

Glissement annuel, volume, en %



Source : Statistics Iceland

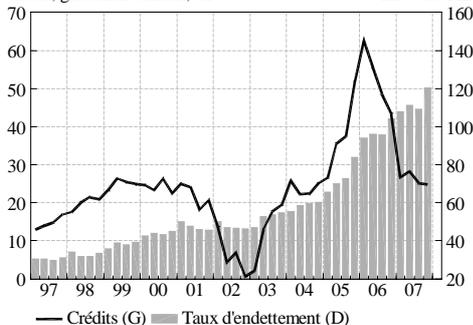
L'investissement en biens d'équipement a également été un moteur de la croissance depuis 2004. Dans un contexte où le facteur travail est rare et de tensions sur les capacités de production, les entreprises ont été poussées à augmenter leurs dépenses d'investissements de productivité.

Toutefois, une grande partie de ce dynamisme était liée aux grands projets dans l'industrie métallurgique et dans l'énergie. Ainsi, avec la fin de ces travaux en 2007, l'investissement productif connaît une importante correction, le recul atteignant 14,8 % en moyenne annuelle, entraînant avec lui l'ensemble de la demande interne. La correction va se poursuivre en 2008, aucun grand investissement n'étant planifié cette année. En dehors de l'industrie lourde, à l'image de la situation pour les ménages, les sociétés non-financières ont financé leurs investissements productifs par le recours à l'endettement ; le crédit aux sociétés progresse à un rythme annuel de 25 % au 4<sup>e</sup> trimestre de 2007. Entre 2005 et 2007, la hausse moyenne a été de 37 %.

#### L'ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON-FINANCIÈRES TRIPLE EN 5 ANS

Crédit, glissement annuel, en %

En % du PIB



Sources : Statistics Iceland, Central Bank of Iceland

Comme pour les ménages, l'accès au crédit des entreprises se fera plus difficile. À la crise bancaire vient s'ajouter les contraintes propres à l'Islande (perspectives de récession, montée des taux d'intérêt, niveau élevé de l'endettement des entreprises et investissements passés conséquents).

En 2009, le lancement vraisemblable d'un nouveau projet d'usine d'aluminium et des capacités hydroélectriques correspondantes devrait permettre de sortir le total de l'investissement en biens d'équipement de la contraction.

### Chocs négatifs en cascade sur les ménages

#### Le change pèse et va peser via l'inflation importée

Après une période de forte croissance de la consommation des ménages entre 2003 et 2005, l'évolution est plus chaotique depuis 2006. L'importance des biens importés dans la consommation

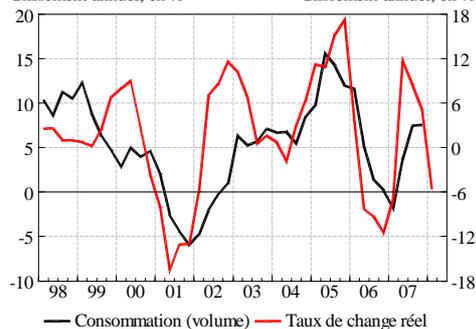
islandaise rend cette dernière très sensible aux mouvements de change de la couronne, comme l'illustre le graphique ci après. L'impact de la dépréciation de la couronne se fait sentir *via* l'inflation importée. Ainsi, en 2006, la chute de la devise vis-à-vis de l'euro a entraîné une forte poussée inflationniste : le taux d'inflation mesuré sur la base de l'indice des prix à la consommation harmonisé (Eurostat) s'est élevé à 7 % à son maximum et à 4,6 % en moyenne. Pour l'indice national, qui prend en compte le logement (pondération : 23 % de l'indice), le maximum a été de 8,5 %, pour une moyenne annuelle de 6,7 %.

L'appréciation de la couronne en 2007 a eu naturellement l'effet inverse, le taux d'inflation harmonisé revenant entre 2 et 4 % en glissement annuel.

#### LES IMPORTATIONS RENDENT LES MÉNAGES TRÈS SENSIBLES AU CHANGE

Glissement annuel, en %

Glissement annuel, en %

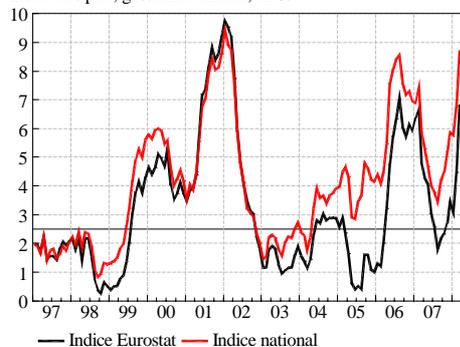


Sources : Statistics Iceland, Central Bank of Iceland

La nouvelle chute de la couronne islandaise observée en février 2008 se traduit par un rebond marqué de du taux d'inflation, qui passe de 5,8 % à 8,7 % entre janvier et mars (de +3,1 à 6,8 % pour l'indice harmonisé entre janvier et février), l'inflation importée se conjuguant au renchérissement des prix du pétrole et des produits alimentaires en devises.

#### L'INFLATION BIEN AU-DELÀ DE LA CIBLE

Indice des prix, glissement annuel, en %



Sources : Statistics Iceland, Eurostat

L'aversion pour le risque, observée depuis le déclenchement de la crise financière, et l'importance des déséquilibres extérieurs de l'Islande laissent peu d'espoir quant à une réappréciation de la couronne courant 2008.

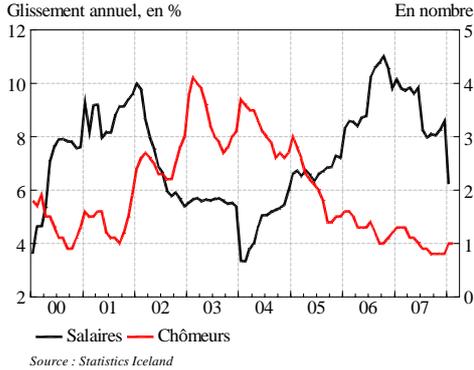
Dans un premier temps, la couronne devrait se stabiliser au niveau actuel, avant de reprendre une tendance à la dépréciation au 2<sup>nd</sup> semestre et en 2009.

Ainsi, le rebond actuel de l'inflation va s'accroître à court terme, la hausse de l'indice national des prix atteignant probablement 10 % en glissement annuel aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres de cette année (environ +8 ½ % pour l'indice harmonisé), avant de refluer lentement. En moyenne annuelle, l'inflation atteindrait respectivement 6 % et 3 % en 2008 et 2009 (8 ½ % et 5 % pour l'indice national). Le pic devrait être passé à la fin de l'été.

**Une dégradation sensible du marché du travail**

Le pouvoir d'achat des ménages va aussi souffrir du ralentissement des salaires, dont la progression est passée de +9 à +6 % sur un an entre le 4<sup>e</sup> trimestre 2007 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2008. Or, le marché du travail, encore très favorable aux salariés en février, le taux de chômage ressortant à 1 %, va se dégrader progressivement en 2008 et 2009. Le taux de chômage devrait atteindre 4 % de la population active fin 2009. Le ralentissement de l'emploi va freiner les revenus d'activité tandis que la remontée du chômage limitera le pouvoir de négociation des syndicats. Nous tablons sur des hausses de salaire contenues, autour de +5 % en moyenne annuelle en 2008. Par ailleurs, le départ des employés étrangers consécutif à la fin des grands travaux impactera également négativement la consommation.

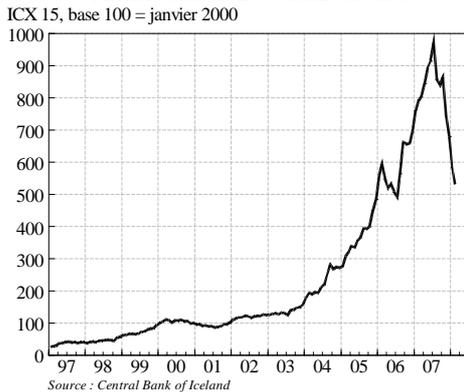
**LES SALAIRES DÉCÉLÈRENT RAPIDEMENT DÉBUT 2008, LE CHÔMAGE EST APPELÉ À AUGMENTER**



**Fin des effets de richesse**

Les ménages ont bénéficié ces dernières années d'un effet de richesse immobilière, mais aussi d'un effet de richesse lié aux actifs financiers, principalement les actions. La bourse de Reykjavik s'est ainsi très fortement appréciée jusqu'en 2007, l'indice ICX 15 étant multiplié par 10 depuis 2000 et triplant entre fin 2004 mi-2007. Or, depuis l'été dernier, la perte atteint près de 50 % en mars. L'explosion de la bulle des marchés actions va contribuer à réduire les marges de manœuvre financières des ménages.

**PERTES MASSIVES SUR LES ACTIONS**



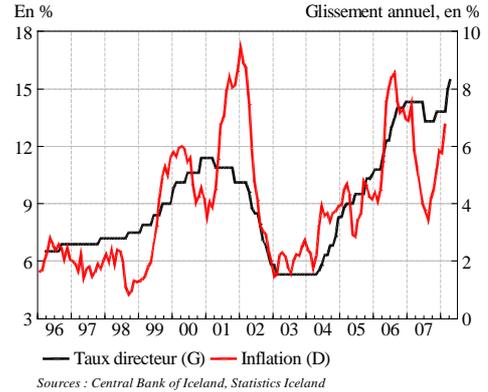
Au total, la consommation va plonger progressivement en zone rouge

L'ensemble de ces éléments incite à être pessimiste sur l'évolution de la consommation en 2008-2009. Le rebond observé en 2007 ne sera qu'un feu de paille. La consommation des ménages devrait se contracter dès cette année, à partir du 2<sup>e</sup> trimestre, la baisse en moyenne annuelle atteignant -1,8 %. La correction se poursuivrait en 2009, avec une chute de 3 %.

**La banque centrale contrainte de mener une politique pro-cyclique**

**Face à l'inflation, un durcissement monétaire inévitable**

**LE TAUX REFI À UN NIVEAU RECORD**

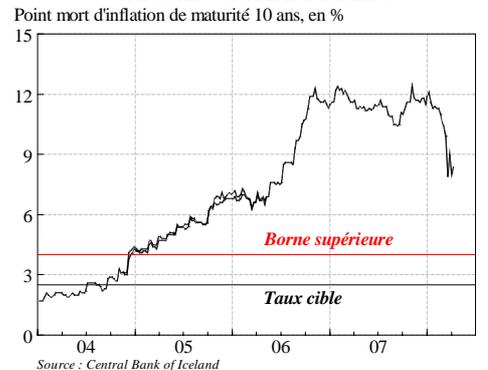


La Banque centrale Islandaise (BCI) a adopté une politique de ciblage de l'inflation (définition nationale), la cible étant à 2,5 % +/- 1 1/2 %. Or, depuis 2005, la borne supérieure est enfoncée, et ce malgré un durcissement monétaire de 750 pb, le taux d'intervention passant de 5,3 % mi-2003 à 13,75 % fin 2007.

Toutefois, ceci n'a pas permis de restaurer la crédibilité de la BCI dans sa lutte contre l'inflation, le point mort d'inflation de maturité 10 ans étant bien loin de la cible. Son niveau n'a cessé de progresser, puis s'est stabilisé entre 10 et 12 % depuis fin 2006, avant de redescendre à 8-9 % en avril.

De plus, confrontée à une dépréciation importante de la couronne, qui impacte fortement l'inflation, la BCI a dû procéder à deux tours de vis monétaires, avec, le 25 mars, une hausse de 125 pb, puis le 10 avril une hausse de 50 pb, portant le taux d'intervention de la banque centrale à 15,5 %, un record pour un pays de l'OCDE.

**LA BCI N'EST PAS CRÉDIBLE DANS SA LUTTE CONTRE L'INFLATION**



Or, le mouvement de dépréciation de la couronne est durable, même s'il se poursuivra sans doute à un rythme beaucoup plus modéré. Aussi la banque centrale sera-t-elle poussée à durcir de nouveau sa politique monétaire. Selon les dernières projections de la BCI, le taux d'intervention devrait culminer à 15,75 % au 2<sup>e</sup> trimestre, pour ensuite baisser. Selon nous, si le pic devait effectivement être à 15,75 %, les baisses de taux pourraient être différées vers la fin de l'année et être ensuite très progressives.

La politique monétaire sera donc pro-cyclique en 2008, accentuant ainsi le ralentissement économique. En 2009, les marges de manœuvre à la baisse seront très faibles, l'inflation restant élevée et la monnaie se dépréciant. Ainsi, l'économie islandaise ne pourra aller chercher du soutien du côté de la BCI pour éviter la récession.

## Le système financier résistera-t-il ?

Le mouvement sur les CDS des banques islandaises et la forte dépréciation de la couronne (cf. page 11) ont fait renaître les interrogations sur la solidité du système financier islandais, interrogations qui avaient été soulevées dès 2006 par une étude de la Danske Bank. Cette dernière, en analysant un certain nombre d'indicateurs avancés de crises financières, soulignait que la situation de l'Islande était – de ce point de vue, ces éléments sont encore plus vrais en 2008 – pire que celle de la Thaïlande avant la crise de 1997 et à peine plus saine que celle de la Turquie avant la crise de 2001.

Cette analyse s'appuie principalement sur les critères annonciateurs de crises :

- ## Bulles spéculatives immobilières et boursières ;
- ## Expansion forte du crédit ;
- ## Inflation ;
- ## Surévaluation de la monnaie nationale suivie d'une correction à court terme ;
- ## Déficit de la balance courante.

De plus, la situation actuelle trouve de nombreuses similitudes avec les crises bancaires scandinaves du début des années 90.

Cependant, un certain nombre d'éléments tempèrent le jugement que l'on peut porter sur la gravité de la situation :

## L'autorité chargée de la supervision bancaire (FEM) a incorporé le risque lié aux taux de change dans les réglementations bancaires et, dans un stress test publié le 6 février dernier, conclut que les trois grandes banques résisteront en cas de crise économique majeure (simultanément, dépréciations substantielles des actions islandaises (-35 %) et des actifs étrangers (-25 %), dépréciation de la couronne (-20 %) et hausse de 20 % des pertes liées aux défauts sur les prêts). Ce stress test est toutefois comparable à la situation actuelle. Selon la FEM, les ratios de liquidité restent compatibles avec la réglementation ;

## Les ratios Tiers 1 sont particulièrement élevés en Islande, à 9,2 % en moyenne pondérée de la capitalisation (9,6 % pour la Kaupthing Bank, 10,1 % pour la Landebanki et 8,1 % pour Glitnir), contre 7,5 % en moyenne pour les grandes banques scandinaves. Glitnir a cependant suivi une pente peu favorable, le Tiers 1 glissant de 10,8 à 8,1 % entre 2006 et 2007 ;

## Les banques islandaises ont, grâce à leurs succursales dans la zone euro et dans les pays scandinaves (facilités spécifiques dans ce cas), accès aux banques centrales correspondantes en tant que prêteur en dernier ressort, en plus de la BCI ;

## Une partie des mouvements sur les banques islandaises semble liée à des attaques spéculatives de *hedge funds* et non à une défiance généralisée dans le système ;

## Les ratings des banques restent bons malgré les dégradations de mars et avril de cette année. Toutefois, les perspectives sont négatives ;

## Les banques islandaises déclarent pouvoir se passer d'un accès aux marchés financiers étrangers pour accéder à la liquidité. Dans les 12 prochains mois, les banques devront rembourser près de 2 500 trillions de couronnes (21,5 milliards d'euros, près de 2 fois le PIB) de titres de dette à court terme. Cependant, elles semblent disposer de suffisamment d'actifs liquides pour y répondre, le montant des actifs liquides dans le bilan des banques fin février étant de plus de 2 000 trillions de couronnes, dont 990 trillions d'actifs étrangers. De plus, le montant total des actifs étrangers atteint 4 902 trillions de couronnes, soit 3,8 fois le PIB.

Ainsi, si les déséquilibres importants affectant l'économie islandaise semblent devoir se corriger à court terme, une crise bancaire systémique semble peu probable d'autant que les finances publiques sont saines et que l'État interviendrait sans doute en dernier recours.

## Au final, une récession est inévitable

### Longue récession entre 2008 et 2009

L'ensemble des éléments présentés précédemment laisse peu de doute sur une entrée en récession dès le 2<sup>nd</sup> semestre de 2008, se prolongeant sur 2009. Le PIB devrait donc pratiquement stagner cette année en moyenne annuelle, avec une croissance de +0,4 % contre 3,8 % en 2007 ; en 2009, le PIB reculerait de 1,1 %. La demande interne sera au cœur de ce mouvement de contraction.

### L'intervention publique limitera l'ampleur de la crise

Les marges de manœuvre du gouvernement islandais sont importantes du fait de l'importance des excédents budgétaires passés et de l'absence de contraintes liées au financement des retraites, totalement autonomes. Ainsi, le secteur public devrait permettre d'éviter une récession de grande ampleur par un soutien *via* la consommation publique et les investissements.

Guillaume GUIDONI – 01 42 14 27 96

| Taux de croissance annuel (en volume)               | 2003       | 2004       | 2005        | 2006       | 2007        | 2008 (p)    | 2009 (p)    |
|---|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Consommation privée                                 | 6,1        | 6,9        | 13,0        | 4,4        | 4,2         | -1,8        | -3,0        |
| Consommation publique                               | 1,8        | 2,2        | 3,5         | 3,9        | 3,3         | 3,5         | 4,0         |
| Investissement total                                | 11,1       | 28,1       | 35,7        | 20,4       | -14,8       | -10,0       | 1,0         |
| Variation des stocks (contribution à la croissance) | -0,1       | 0,0        | 0,0         | 0,4        | -0,3        | -0,3        | 0,0         |
| <b>Demande intérieure totale</b>                    | <b>5,9</b> | <b>9,9</b> | <b>15,9</b> | <b>8,9</b> | <b>-1,8</b> | <b>-3,1</b> | <b>-0,6</b> |
| Exportations  | 1,6        | 8,4        | 7,2         | -5,0       | 18,1        | 3,0         | 1,0         |
| Importations  | 10,8       | 14,5       | 29,4        | 10,2       | -1,4        | -6,6        | 2,0         |
| <b>PIB en volume</b>                                | <b>2,4</b> | <b>7,7</b> | <b>7,5</b>  | <b>4,4</b> | <b>6,6</b>  | <b>0,4</b>  | <b>-1,1</b> |
| Solde courant (en % du PIB)                         | -4,8       | -9,8       | -16,1       | -25,4      | -15,6       | -15,0       | -7,0        |
| Solde des administrations publiques (en % du PIB)   | -2,8       | 0,0        | 4,9         | 6,3        | 5,2         | 1,5         | -2,0        |
| <b>Prix à la consommation (national)</b>            | <b>2,1</b> | <b>3,1</b> | <b>4,0</b>  | <b>6,7</b> | <b>5,1</b>  | <b>8,3</b>  | <b>5,0</b>  |
| Prix à la consommation (harmonisé)                  | 1,4        | 2,3        | 1,4         | 4,6        | 3,6         | 5,9         | 3           |
| Taux de chômage                                     | 3,3        | 3,1        | 2,1         | 1,3        | 1,0         | 1,5         | 3,7         |

Sources : Statistics Iceland, prévisions SG

---

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

© [2008] Société Générale, Tous droits réservés.

